

GIUSEPPE PRATO

L'IMPIEGO DEI CAPITALI

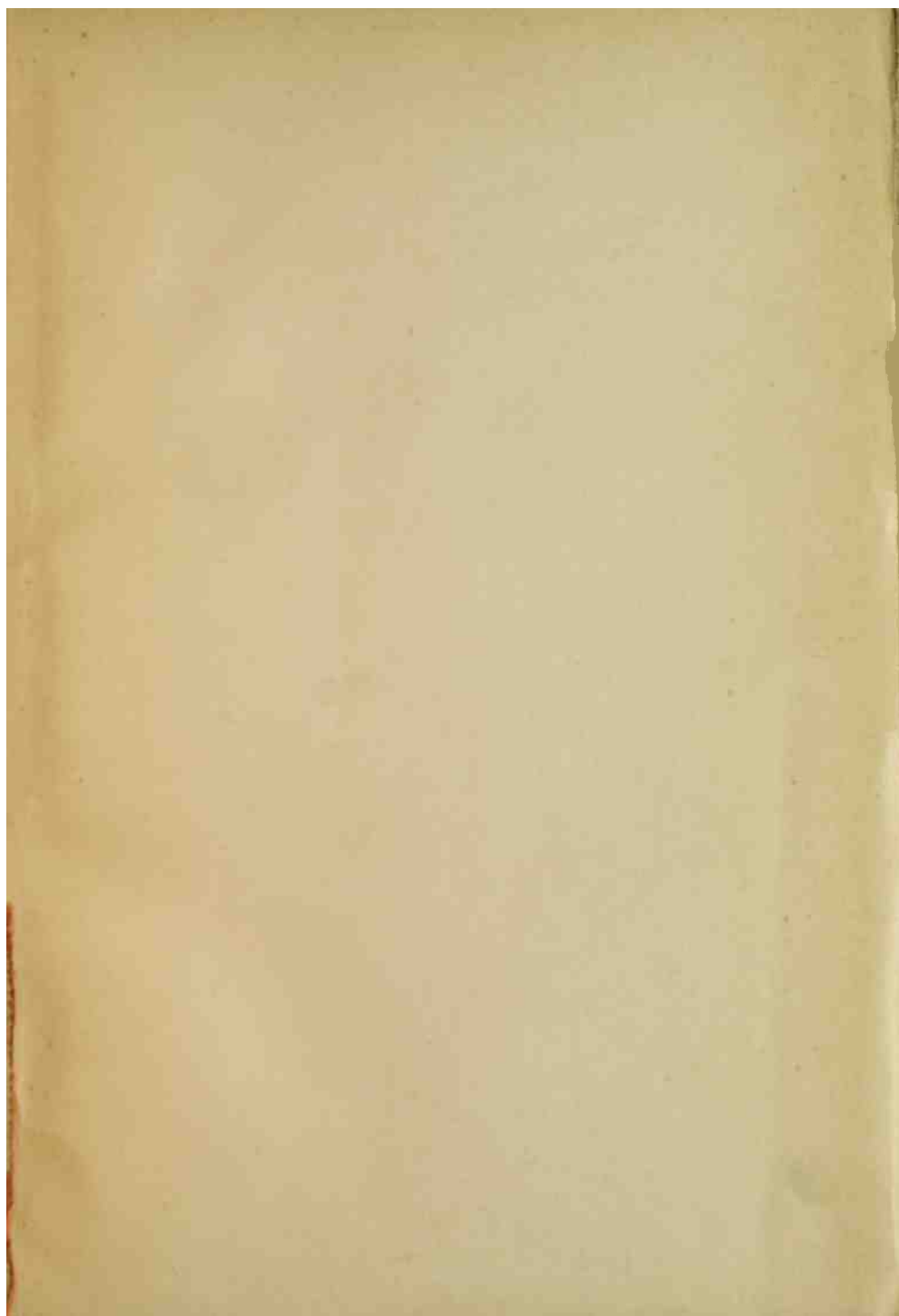
GUIDA DEI RISPARMIATORI



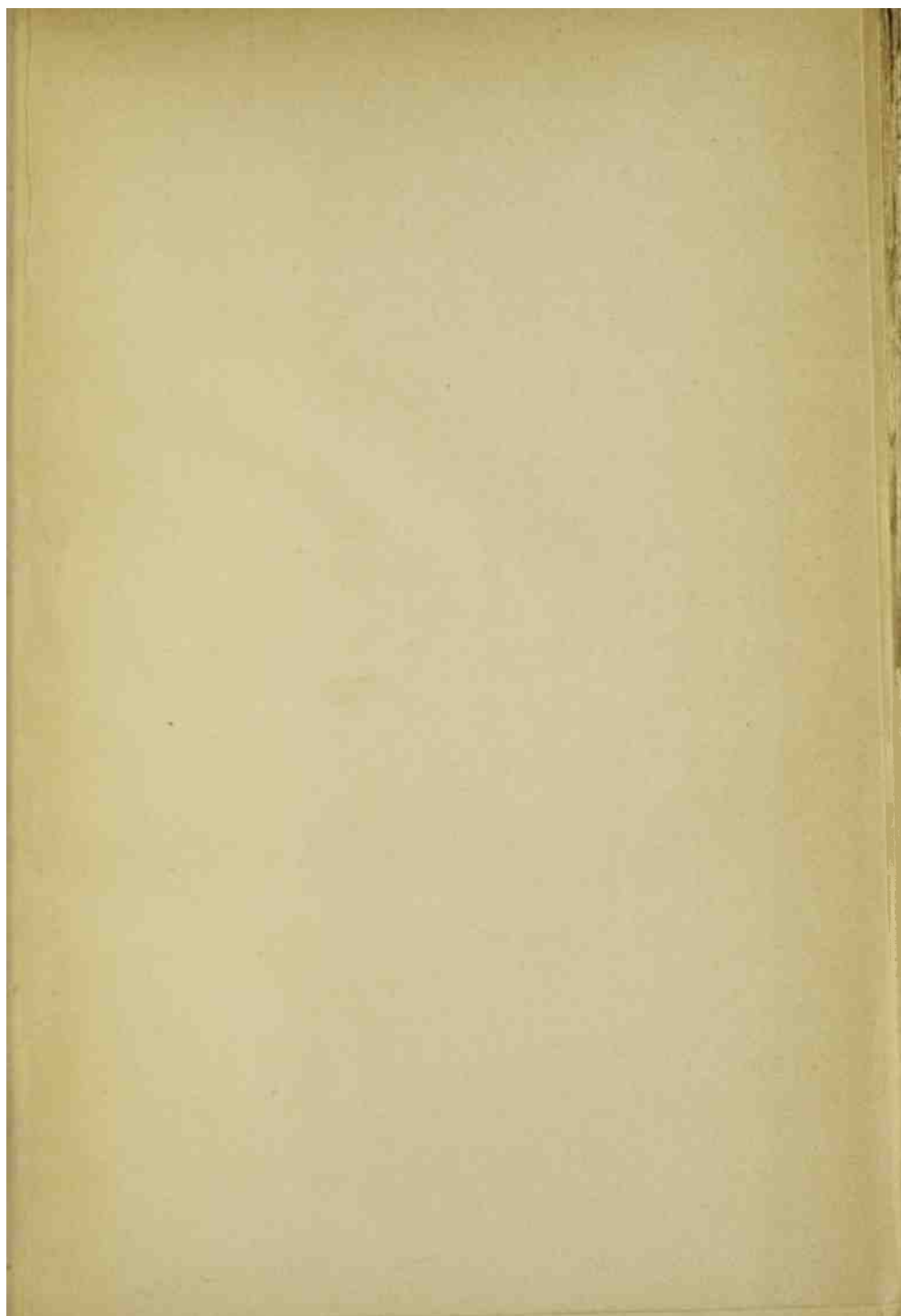
UNIONE TIPOGRAFICO-EDITRICE TORINESE

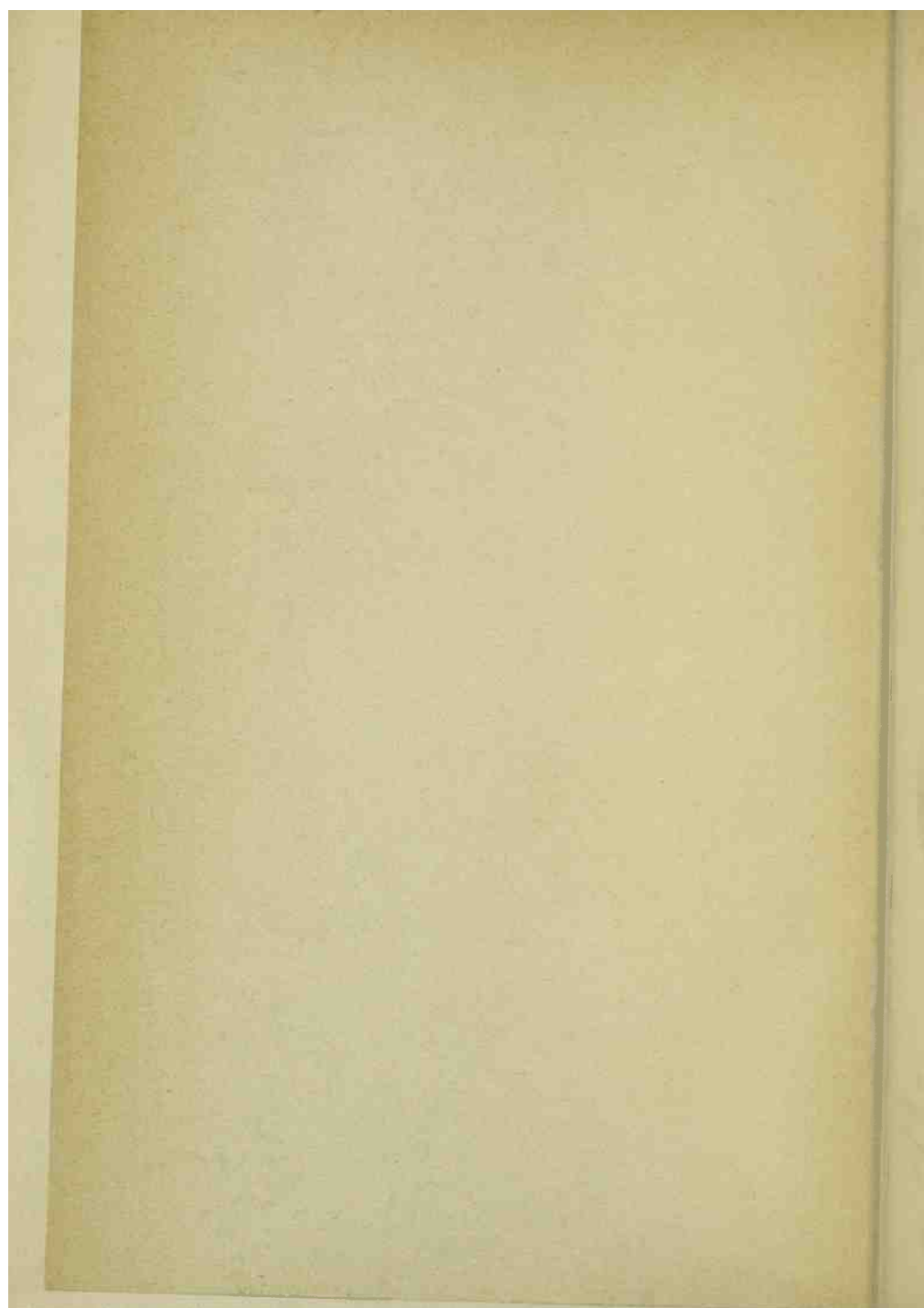
(già fratelli Pomba Librai in Principio della Contrada di Pó - 1796)

e









DEP J. 1217

GIUSEPPE PRATO

1010330660

L'IMPIEGO DEI CAPITALI

GUIDA DEI RISPARMIATORI

« Se un uomo che ha venti sterline di reddito non spende che diciannove sterline, diciannove scellini e sei pence, sarà felice; ma cadrà rapidamente in miseria se spende la somma intiera ».

C. DICKENS, *David Copperfield*.



TORINO

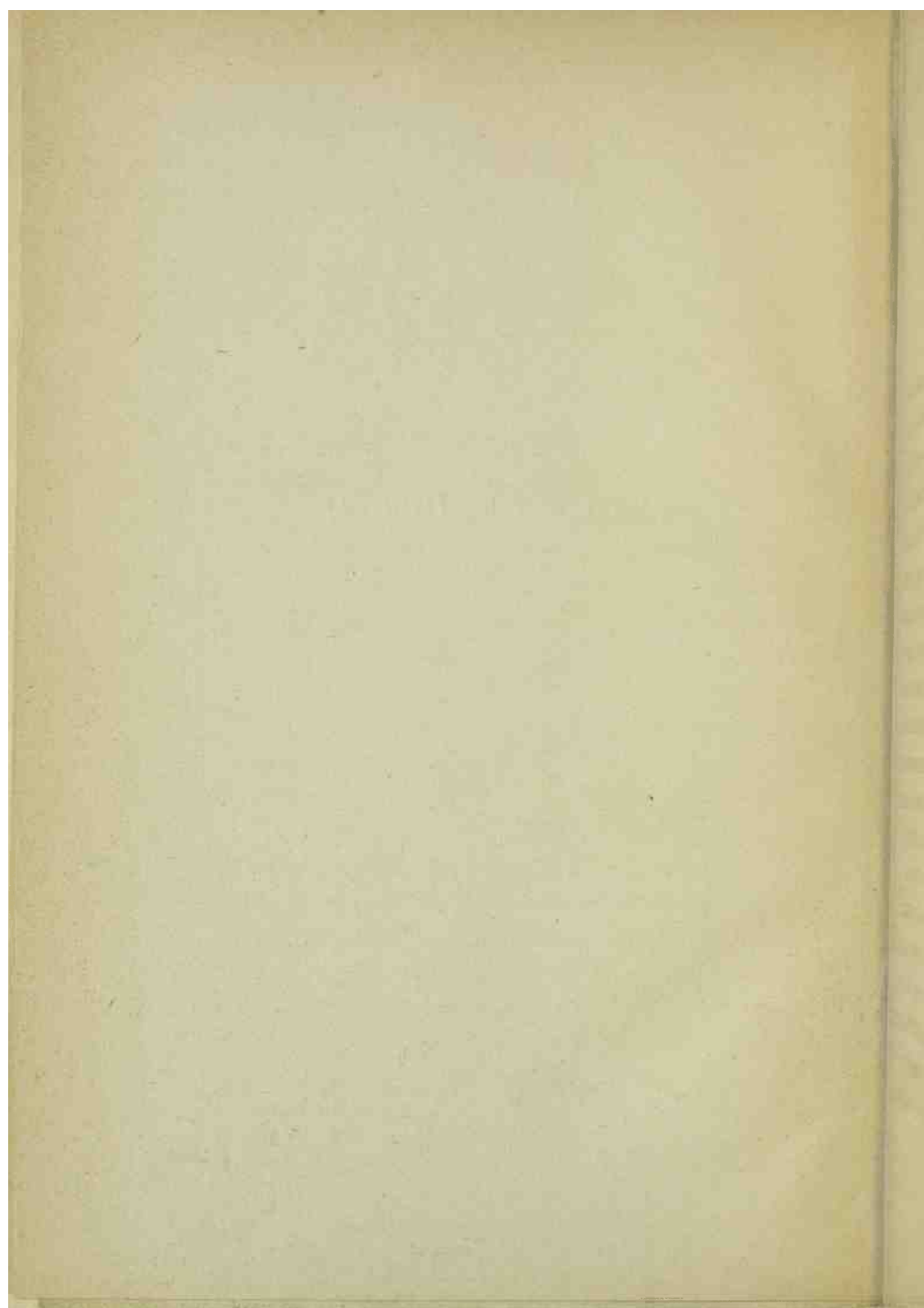
UNIONE TIPOGRAFICO-EDITRICE TORINESE

(già fratelli Pomba Librai in Principio della Contrada via s. v. - 1796)

1928

N.ro INVENTARIO PRE 16219

A
GIULIO FENOGLIO
AMICHEVOLMENTE



PREFAZIONE

I capitoli che seguono non hanno intenti nè, tantomeno, pretese scientifiche, per quanto il loro autore si lusinghi che, senza pregiudizio dalle pedestri finalità pratiche che li hanno dettati, essi possano indirettamente conferire a quella divulgazione delle verità economiche elementari, che è substrato e presupposto di un attivo e fecondo interesse del gran pubblico pei problemi teorici più alti della nostra dottrina. Il loro scopo consiste esclusivamente nel compendiare organicamente ed esporre in forma a tutti accessibile le nozioni di logica economica elementare ed i risultati meno incerti di esperienza che niuno può ai nostri giorni ignorare, nella condotta quotidiana dei propri affari e nella soluzione dei continui problemi economici-finanziari che essa comporta.

Le perplessità e le incognite si sono oggi moltiplicate e complicate a segno da non

consentire, a chi non voglia deliberatamente andar in rovina, l'inerzia immobilistica in poche formule di empirismo consuetudinario, che bastarono, su per giù, alla tranquillità e prosperità delle generazioni che immediatamente ci precedettero. Più fortunati di noi, gli uomini che vissero nel secolo XIX poterono riassumere in un prontuario, che ritennero definitivo, le norme lapidarie di una prudente e sagace gestione dei patrimoni privati, classificando, in una immutabile gerarchia di rendimenti e di rischi, i varî investimenti, e così fornendo a ciascuno, secondo la sua peculiare psicologia, criteri sicuri di preferenza e di scelta. Distribuita, in conformità delle proprie tendenze e dei propri scopi, la fortuna di cui disponevasi; fissata, con giusto rapporto, la ripartizione del reddito fra consumi e risparmio; previsto l'impiego di quest'ultimo in modo da estendere e consolidare indefinitamente l'adottato sistema, il padre di famiglia aveva coscienza di aver ben assolto il suo compito, acquistando il diritto di occupare più piacevolmente le sue facoltà intellettuali ed il suo tempo. Le rovinose sorprese di cui gli eventi di epoche non troppo lontane eran stati

fecondi ai suoi predecessori, cresciuti in un clima sociale e mentale anche più riposato e tranquillo, venivano ormai cancellandosi dalla sua memoria, auspice il convincimento diffuso dell'irrevocabilità definitiva delle basi su cui la vita sociale, economica, politica si era così prosperamente ed universalmente ricostruita. La stabilità monetaria conquistata e mantenuta, salvo perturbazioni relativamente lievi, per quasi un secolo, era fattore essenziale di codesto invidiabile stato d'animo.

Un profondo mutamento di ambiente, di esigenze, di prospettive si è però venuto delineando fin dagli ultimi decenni del secolo scorso, e, accentuatosi rapidamente nei primi anni dell'attuale, fu dalla guerra mondiale, e più ancora dalle convulsioni e disorientamenti che la seguirono, accelerato fino al massimo di violenza. Partendo dai paesi di struttura economica più progredita, si propagò con ritmo ed intensità crescenti a quelli di spirito consuetudinario più diffuso e tenace. Fieri colpi ne soffrì in ogni campo il modo di vivere e di pensare tradizionale. La vecchia concezione del governo patrimoniale privato fu tra le prime ad essere svalutata e travolta.

L'accrescersi rapidissimo di importanza ed il diversificarsi infinito di tipi della ricchezza mobiliare anzitutto, conseguenza della concentrazione, spersonalizzazione e moltiplicazione delle imprese determinate dalla radicale metamorfosi della tecnica produttiva; poi la dilatazione del campo di investimento, correlativa allo sviluppo delle comunicazioni, al perfezionarsi delle garanzie giuridiche, alla sicurezza e prontezza di notizie; il venir meno infine della fiducia nei criteri più pacifici di condotta economica, pel brusco rovesciarsi di posizioni del cataclisma bellico, hanno ormai relegata fra i ricordi di un'età scomparsa la figura del *rentier*, trincerato e pago nel godimento modesto di un impiego scelto una volta tanto e non più mutato per la vita. « Il risparmiatore — scriveva con la consueta incisiva evidenza Luigi Einaudi — deve oggi ben bene persuadersi essere finito, finito per sempre, il tempo dell'investimento « tranquillo ». In verità quel tempo non è mai esistito. Sarebbe facile dimostrare che le disillusioni più acerbe sono state in passato subite da quei risparmiatori i quali si illudevano di aver trovata l'araba fenice dell'impiego tranquillo, sicuro,

definitivo. Era un ideale un po' poltronesco quello di impiegare una volta per sempre le proprie 100, o 1000, o 10.000, o 100.000 lire, e non pensarci più. Fu un errore sempre, il quale rovinò tanti bravi padri di famiglia, ed a cui ora più che mai occorre sostituire l'altro principio: l'impiego del risparmio è un affare serio, su cui occorre meditare prima di decidersi, su cui occorre continuare a riflettere, dopo essercisi decisi; è un'operazione che richiede una costante vigile attenzione; un'operazione che non è mai definitiva, che bisogna esser parati a modificare ogni qual volta la convenienza lo consiglia. Non esiste tranquillità in materia di impieghi; il risparmiatore deve esser vigile ed *ansioso*. Altrimenti il patrimonio corre rischio di sfumare » (*Corriere della Sera*, 20 agosto 1925). Ai tempi che corrono meglio che a qualsiasi altro si adatta la non giovane sentenza: « È più difficile conservare una fortuna che guadagnarsela ».

La coscienza di codesta verità ha dato luogo, già da parecchi anni, nei paesi di educazione economica men primitiva, a tutto un ramo di studi, pratici e teorici, tendenti a concretarsi in una precettistica che ap-

presta forse il primo nucleo di una futura scienza delle finanze domestiche. Il geniale esempio di Paolo Leroy Beaulieu, offrente periodicamente ai lettori dello *Économiste français* un prezioso mazzetto di informazioni e di consigli, che, riuniti organicamente nel fortunato suo volume: *L'art de placer et de gérer sa fortune* (Parigi, Delagrave; l'ultima edizione, del 1912, fu di 35.000 copie) si diffusero a centinaia di migliaia di esemplari nel mondo intero, trova oggi dovunque ottimi continuatori ed imitatori. Pregevoli fra gli altri e di suggestiva lettura per la Francia, *La gestion des fortunes mobilières* di M. CAVALIER (Parigi, Delagrave, 1926), il *Comment gérer sa fortune*, di A. DE MIREMONDE (Parigi, Payot, 1920), e *L'initiation financière* di R. S. LEVY (Parigi, Hachette, 1921); per l'Inghilterra gli *Hints about investments* di HARTLEY WITHERS (Londra, Nash and Grayson, 1926); per gli Stati Uniti i *Principles of investments* di I. C. KIRCHMAN (Chicago, Shaw, 1925). Più analitici, ma abbraccianti un campo più ristretto, altre numerose opere di mole diversa, consacrate allo stesso scopo, specialmente nei paesi anglo-sassoni: *The art of investment* di W.

MORELL GAINES (New York, Ronald Press, 1922); *Investment* di H. S. STURGIS (New York, Macmillan, 1925); *Principles of investment* di A. M. SAKOLSKI (New York, The Ronald Press, 1925); *Investment analysis* di W. E. LAGERQUIST (New York, id., 1925); *Common stocks as long term investments* di E. L. SMITH (New York, id., 1926); *Money-making in stocks and shares* di S. A. MOSELEY (New York, id., 1927); *The best way to invest your money* di P. S. SEWARD (Londra, Fowlsham, 1928); *Investment* di D. T. JORDAN (Londra, Hall, 1922); *Fondamentals of investment* di S. O. RICE (Londra, Shaw, 1925); *Investments abroad* di A. E. DAVIES (ib., 1927); *Principles of bond investment* di CHAMBERLAIN and EDWARD (New York, Holt, 1927); *Investing in foreign securities* di G. E. EDWARD (New York, Ronald, 1926); oltre all'inchiesta dell'American economic Association, pubblicata nel 1912, auspici il Fisher ed il Kemmerer, col titolo: *How to invest when prices are rising*; le ricerche statistiche di A. S. Dewing e dei suoi scolari comunicate alla *Harvard University Review* (1923); le tavole di A. H. Gibson sullo *Spectator* (7 marzo 1925) e sul *Banker's Magazine*

(gennaio 1923) e quelle di S. W. Sturm sulla rivista *Barron's* di Boston, ed innumerevoli altri volumi, opuscoli, articoli, che dai « useful handy books » di pura speculazione, simili all'*How to invest money* di E. R. GALBOT (Londra, Wilson, 1911) salgono alle obbiettive e penetranti rassegne dell'*Economist*, materia di informazione preziosa, non meno per l'uomo d'affari che per lo studioso.

Sulle tracce e col sussidio di tale letteratura, varia di pregio, ma ricca tutta di notizie e di rilievi utilissimi, il presente libro si propone di tentare per l'Italia ciò che così ampiamente e bene fu fatto altrove, raccogliendo nel minimo spazio quanto di veramente essenziale occorre al risparmiatore sapere, per orientare, se non guidare concretamente, la sua condotta finanziaria.

L'insegnamento precipuo che si ricava dalla lettura di codesti scritti sembra essere, per verità, che alle operazioni di investimento privato, divenute immensamente più ardue perchè reclamanti cognizioni prodigiosamente più estese, conviene presieda, ogni volta che sia possibile, l'opera di un consulente tecnico specializzato, professionista o banchiere, fornito dell'esperienza, della pre-

parazione, delle garanzie di capacità e di moralità richieste a renderlo un fiduciario competente e fedele. Certo è che la presunzione della propria perspicacia in affari; la ripugnanza a mettere al corrente chissia del vero stato del proprio patrimonio; la diffidenza generica che induce alle decisioni clandestine, comuni a tanta parte del pubblico, sono altrettanti ostacoli alla formazione di una classe di consulenti e gestori finanziari comparabile, per senso di rispettabilità e responsabilità, a quella degli avvocati o dei medici. Ed un gran passo sarà indubbiamente compiuto in tal senso quando la maggioranza dei risparmiatori, anzichè compiacersi della propria avvedutezza scaltrissima fino al giorno in cui ne sconta amaramente il fio, si sarà imbevuta del monito che il vice-presidente della *National city bank*, G. E. Roberts, sviluppò persuasivamente in un interessante volume (*The financing of production*, New York, American Chamber of commerce, 1922): « La sagacia finanziaria di un investitore è giudicabile in gran parte dall'intelligenza con cui egli sa scegliere, non l'impiego, ma il banchiere che deve procurarglielo ».

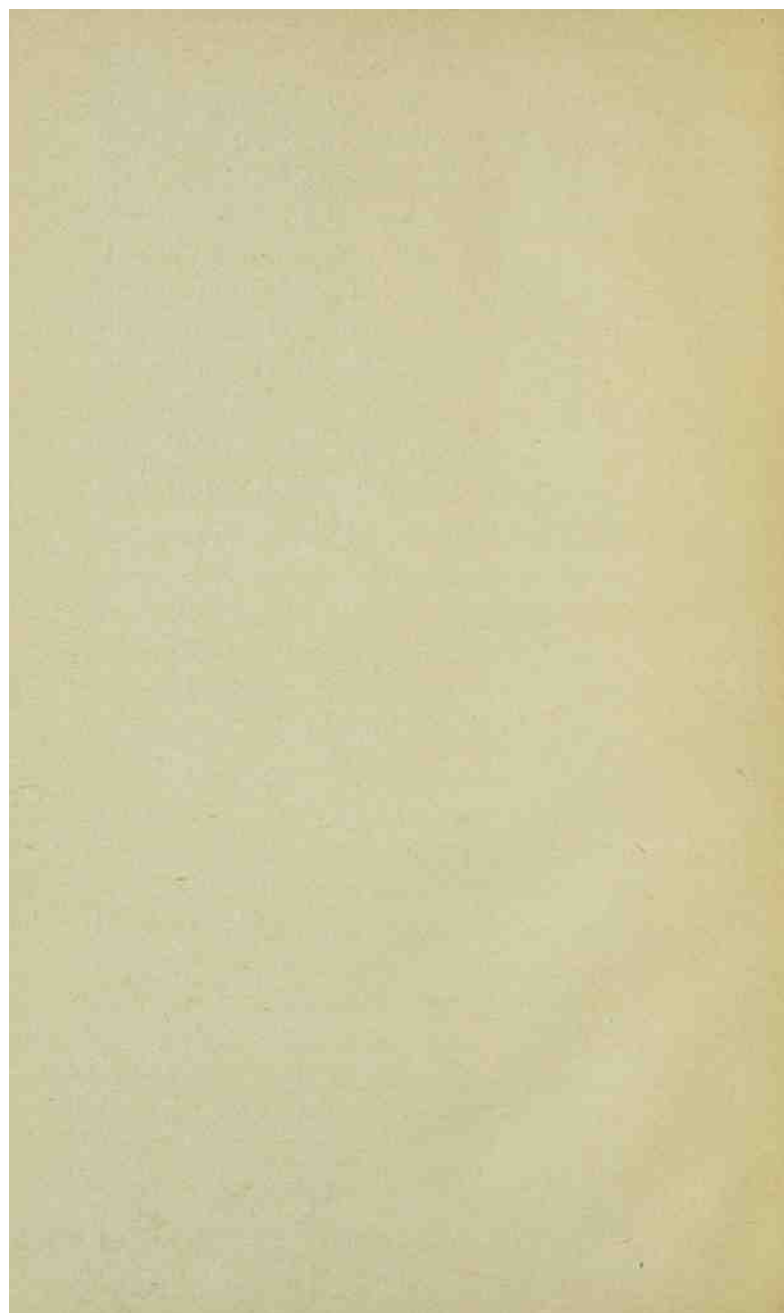
Ciò ammesso però, devesi anche riconoscere che, sia pure soltanto per saper scegliere con criterio l'intermediario, consultare e valutare equamente i risultati della sua opera, torna indispensabile, meglio che opportuno, a tutti correggere il quasi completo agnosticismo che ancora presiede quasi sempre all'empirica gestione delle proprie sostanze per parte di chi non appartiene in qualche modo alla classe degli speculatori. Avere, quanto meno, un'idea generica e di massima dei problemi da risolvere, salvo a sottoporne a competenti i termini particolari, caso per caso; rendersi conto della situazione complessiva del mercato, nei suoi precedenti principali e nelle sue prospettive probabili; mettersi in grado di distinguere, se non altro, le caratteristiche peculiari delle varie categorie di impieghi, il cui posto, nella graduatoria delle plausibili preferenze, muta coi tempi e coi luoghi e con le circostanze, in una misura che pochi sospettano; prendere contatto, se non acquistare dimestichezza, col linguaggio tecnico delle più comuni operazioni, ed imparare a discernere le tipiche forme nelle quali esse si presentano; formarsi insomma un piccolo ma organico ba-

gaglio di idee elementari precise, che servan di filo conduttore fra le moltiplicate insidie di un labirinto seminato di tante buche e popolato di tante Armide, sembra oggi esigenza fondamentale e preliminare per chiunque non voglia, continuando a camminare con gli occhi strettamente bendati, prolungare e perpetuare fino alla rovina totale le tristi sorprese di cui l'ultimo periodo fu così fertile al comune risparmiatore. Ma poichè, d'altra parte, i fenomeni finanziari non riescono, anche nelle loro più semplici manifestazioni, intelligibili a chi ignori gli strumenti che vi presiedono ed il loro schematico meccanismo, un richiamo sommario ai più importanti fra essi, dedicato esclusivamente a quei lettori, a cui non capitò mai fra mano un compendio rudimentale di economia, dovrà necessariamente precedere alla esposizione più analitica dei primi.

I medici soglion dire che nulla è più pernicioso della presenza, nella casa dei loro clienti, di qualche manuale o dizionario diagnostico e terapeutico, che, mal consultato e peggio interpretato dal malato o dai suoi famigliari, loro vieta spesso di obbedire senza discutere alle prescrizioni del sanitario

responsabile. Ugual cosa potrebbero dire evidentemente i professionisti degli affari di libri come il presente, se i medesimi avessero la pretesa di sostituire comunque la loro opera, dettando al pubblico, per varî casi, delle formule di condotta tassative. Ben altro, però, e assai più modesto è il compito che ci siamo proposti, raccogliendo e coordinando gli elementi di ciò che meglio potrebbe assomigliarsi ad un manuale di igiene preventiva. Se codesta scienza fosse perfetta, essa sopprimerebbe forse le malattie. Non altrimenti, se la consapevolezza delle fatalità economiche che governano il mondo fosse totale, potrebbero evitarsi molti crisi e molte perdite, individuali e collettive. Ma, anche così incompleti, i moniti igienici insegnano a sottrarsi a molti contagi terribili ed a collocare l'organismo umano nelle migliori condizioni di esistenza e di sviluppo. « I risultati che è dato raggiungere amministrando razionalmente un patrimonio sono dello stesso ordine. Il capitalista non ignaro delle grandi leggi economiche, e che sa scorgere le tendenze caratteristiche della propria epoca, sfuggirà almeno agli andazzi volgari ed alle catastrofi che ne conseguono » (Miremonde).

A rendernelo, se non altro, persuaso mirano i seguenti capitoli, in capo ai quali vorrei ripetere l'epigrafe scritta da un anonimo economista inglese del primo settecento, sopra un saggio non spregevole di iniziazione finanziaria: «I am to speak of what all People are busie about, but not one in Forty understands» (Mi accingo a discorrere di un soggetto pel quale tutti si affannano da mane a sera, ma di cui non uno su quaranta intende una parola) (*An essay on publick credit*, 1710).



PARTE PRIMA

La gestione patrimoniale.

CAPITOLO PRIMO

LA GESTIONE PATRIMONIALE.

1. Che la prima norma di buon governo patrimoniale sia una regolare e corretta contabilità della finanza familiare è massima proverbialmente antica. La raccomandava vivamente Montaigne, ricordando con ammirazione l'ordine scrupoloso tenuto dal padre suo *en la police æconomique*, mediante un fedele registro *des negoces de ménage*, e rimpiangendo di aver troppo trascurato, per suo conto, l'aureo insegnamento. Sul significato però del mònito, non molti hanno idee precise; intendendolo i più troppo letteralmente, o interpretandolo a norma di abiti tradizionali, oggi divenuti insufficienti o meno opportuni.

Si ritiene così generalmente che il gestore del patrimonio abbia bene assolto il proprio compito quando descrive quotidianamente in un apposito libro le entrate e le spese del bilancio domestico,

distinguendole anche (se ha il gusto delle classifiche e delle analisi) in più colonne, per categoria, ed aggiungendovi tutti quei chiarimenti (di prezzi, provenienze, motivi) che valgono a rendere il registro un repertorio di successive informazioni, controlli e confronti. La verità è però che tale diligenza contabile non costituisce che uno (e forse non il più importante) dei modi con cui la funzione amministrativa normale può e deve esercitarsi; poichè a renderla realmente efficace occorre integrarla con una assidua vigilanza sulle condizioni mutevoli dello stato patrimoniale, sorvegliato nei vari cespiti di reddito, in relazione alle fluttuazioni continue dell'ambiente economico in cui si vive.

La famiglia è, economicamente, un'azienda di erogazione, in rapporto ai suoi fini. Ma le fonti di reddito che le consentono di raggiungerli si concretano in molteplici attività produttive, ciascuna delle quali vuol essere attentamente seguita nella sua efficienza, nel suo sviluppo e nelle sue prospettive, se non si vuol correre il rischio di perderlo o di vederne scemato il gettito. La causa di molte rovine sta appunto nella dimenticanza di questa modesta verità. Molti pensano che amministrare lodevolmente si riduca a curare che la spesa non superi per alcun motivo l'entrata netta annua, ma si astengono di approfondire il senso di quest'ultima espressione, sinonimo per essi della cifra delle somme che introitano, depurate dai carichi fissi

(imposte, interessi passivi per debiti, ecc.). Dirò di più, che, per curioso paradosso, i *contabilisti* più pedanti del movimento di cassa giornaliera sono talora i più inconsapevoli o dimentichi del problema superiore complessivo. Conobbi delle persone talmente rinomate per la loro esattezza di registratori implacabili da esser citate come prototipi di amministratore modello; ciò che non loro impedì di veder liquefarsi a poco a poco, senza mai accorgersene, il meglio della loro fortuna. L'avrebbero probabilmente evitato, consacrando allo studio obbiettivo della composizione e delle variazioni spontanee della medesima una parte del tempo non indifferente che occupavano ad allineare in magnifica ordinanza imponenti serie di piccole cifre.

L'intima coscienza del dovere compiuto, appagando la pigrizia mentale ed il beato ottimismo degli esemplari addizionatori, era valsa a dissimulare il miope immobilismo che li fece cogliere, impreparati e sorpresi, dagli eventi imprevisi.

2. La cura della sostanza domestica, qualunque sia la sua entità, ma in grado diverso secondo la sua struttura, richiede in realtà l'impiego di facoltà superiori ad una pura virtuosità aritmetica. Si tratta infatti di applicare a questo peculiare tipo di azienda le norme elementari insegnate dalla ragioneria per illuminare l'andamento dei

grandi organismi produttivi o consuntivi. Una delle più essenziali consiste nell'obbligo di compilare, alla chiusa di ogni esercizio, un inventario fedele della consistenza patrimoniale, rivedendone ed aggiornandone tutti i capitoli in base alle variazioni di valori che sono sopraggiunti.

Per un avere privato, non occorre evidentemente smarrirsi in troppe sottigliezze di computo. Un'analisi ed un apprezzamento prudenziale possono considerarsi sufficienti. Ma quanti son quelli che compiono regolarmente anche tale modesta operazione?

3. Due specie di errori si possono commettere nel calcolo periodico del patrimonio: provenienti i primi dalla difficoltà di valutazione di molti beni; gli altri dalle alterazioni nella loro espressione monetaria.

Pei valori mobiliari il primo quesito si presenta più agevole, sebbene, quando non sono quotati in borsa o molto negoziati, il loro valore di realizzo probabile non sia spesso facile a determinarsi. Ma incognite numerose sorgono per gli immobili, pei quali il solo elemento non arbitrario di calcolo sta nel prezzo di acquisto e nel reddito netto che procurano. È noto però che terre e case subiscono variazioni di valore talvolta fortissime per nuove condizioni di ambiente, di viabilità, di densità demografica, di condizioni sociali e politiche, di movimento commerciale, di colture. E, più spesso

che per altri beni, il loro valore venale si scosta, anche molto considerevolmente, dal reddito. È quindi indispensabile rettificare il dato-base coi risultati di compre-vendite di stabili vicini ed approssimativamente comparabili a quelli considerati.

Un patrimonio consta però ancora di molte altre cose, che dan reddito di solo godimento diretto, a cui corrispondono frequentemente passività di manutenzione cospicue: mobili, gioielli, abiti e oggetti personali d'ogni specie, libri, opere d'arte, e anche (per un certo verso) ville costose e non facilmente realizzabili, cavalli, automobili, ecc. Di una fortuna correttamente costituita tutto ciò non rappresenta che una quota relativamente piccola sul totale. D'altra parte sono questi forse i beni nell'apprezzamento dei quali ragioni di psicologia soggettiva creano maggior pericolo di illusioni. Soltanto poi in bisogni eccezionali si ricorre ai medesimi, come a suprema riserva, per sopperire ad altre esigenze. In un inventario prudente dunque sembra consigliabile di portarli in conto a titolo di semplice memoria o per una cifra derisoria (come il valore di una lira attribuito nei bilanci delle grandi anonime alle cose di analoga categoria).

4. Le cause di errore dipendenti dall'illusione monetaria variano di importanza secondo l'epoca

in cui viviamo. In periodi di stabilità economica e di circolazione regolare e sana, simili a quelle che si ebbero in gran parte del secolo XIX, la considerazione loro diviene secondaria, se non quasi trascurabile. Esse assumono invece un peso preponderante quando, come più volte accadde nella storia e come in inaudita proporzione si ripeté dal 1914 in poi, il disordine e l'arbitrio monetario trionfano. Se tali periodi seguono a tempi prolungati di massima sicurezza, la mentalità inveterata del pubblico si risolve in una incomprendione, che è fonte delle peggiori catastrofi. A chi è avvezzo fin dalla nascita, ed atavicamente, ad attribuire all'unità di moneta nazionale un valore assoluto ed immutabile, e non curò mai di indagarne l'essenza economica e giuridica, occorrono parecchio tempo ed una dura esperienza a comprendere per quale mistero di iniquità umana 100 mila lire oggi possan significare qualcosa di totalmente diverso da 100 mila lire di dieci anni fa. Anche fra i popoli di educazione economica più diffusa la grande maggioranza dei redditeri non capì la catastrofe monetaria se non quando ne fu, totalmente o parzialmente, spogliata; ed oggi ancora continua spesso a pensare, parlare ed agire come se la tremenda lezione nulla avesse loro insegnato. Come i tribunali tedeschi ed austriaci continuarono ad ordinare impassibilmente, conforme la legge, l'impiego in rendita pubblica od in

titoli ipotecari delle somme appartenenti a minori o ad enti pubblici, fino alla vigilia del giorno in cui il marco e la corona si inabissarono, così moltissimi possessori di capitali in ogni paese non cessarono di rallegrarsi delle nuove prospettive di realizzazione, per cifre nominali non mai sperate, dei beni immobiliari che possedevano, nè mutarono il concetto quasi leggendario dell'impiego di tutto riposo, che loro consigliava di investire in titoli a reddito fisso i capitali così ricevuti, o di versare agli enti collettori del risparmio il frutto delle loro economie. La sensazione di arricchimento universale, che fu comune nella guerra e nel dopoguerra, non ebbe in realtà altra origine che codesta illusoria confusione tra la concretezza dei valori ed i segni destinati ad esprimerli. Spogliare inesorabilmente tale mentalità deve essere la prima cura di chi si proponga di non condurre i propri affari con gli occhi bendati, che, certo per ironia, gli antichi attribuirono alla dea Fortuna.

L'inventario annuale invero, che è punto di partenza di una buona gestione, serve non tanto per sè stesso ed isolatamente, come a guisa di termine di confronto fra situazioni successive, che consente di seguire l'evoluzione del patrimonio oltrechè di fotografarne staticamente la fisionomia. Ma poichè soltanto le cose simili possono essere comparate, tutti i calcoli dovranno essere espressi in un modulo monetario uniforme; e se quello di

cui usiamo servirci ha subite alterazioni che lo falsano, fa d'uopo correggerlo, nello stesso modo come il fisico od il matematico devon rettificare gli errori dovuti all'imperfezione degli strumenti di cui dispongono.

Sebbene come meglio vedremo, l'oro sia esso stesso lontano da costituire un modulo perfetto (avendo perduto, dal 1914 in poi, almeno il 30 % del suo potere di acquisto), possiamo però praticamente ancora ritenerlo adatto a servir di base per le valutazioni di cui si tratta, pochi essendo capaci di foggarsi ed adottare pei medesimi una moneta di conto più squisita.

Ridotte pertanto in oro, sulla scorta del bollettino dei cambi, i valori registrati nel nostro inventario, si disporrà di serie omogenee, la consultazione e meditazione delle quali saranno per sè stesse preziosamente suggestive di consigli e di idee per la condotta futura.

5. L'estimo obbiettivo, a intervalli regolari, del proprio capitale è premessa e condizione ad un'operazione che, per certi versi, riesce di necessità ancor maggiore: l'assidua sorveglianza dell'andamento presente e futuro del proprio reddito, in rapporto alle fonti da cui proviene ed ai bisogni da soddisfarsi col medesimo.

Non per tutti e non sempre, anzitutto, il reddito è frutto di capitale; anzi la maggior parte dei

proventi individuali è compenso di lavoro, intellettuale o materiale; il che deve dirsi anche per una porzione considerevole di quelli apparentemente prodotti da cespiti patrimoniali, fruttiferi soltanto grazie alla assidua cura dei loro possessori. I guadagni personali di coloro che concorrono ad alimentare il bilancio domestico costituiscono quindi un capitolo di somma importanza nel calcolo della fortuna familiare, a un dato momento e nel tempo. E le plausibili previsioni rispetto ai medesimi devono indubbiamente riflettersi sui criteri a cui si informa la gestione dell'intera sostanza.

Comune si osserva tuttavia la tendenza a sopravvalutare anzichè a diminuire l'entità di codesta fonte, specialmente nelle previsioni della sua durata. Chi è giovane, robusto, operoso, difficilmente si ferma a riflettere alle infinite cause di arresto o di menomazione delle sue fiorenti energie che le vicende della vita possono riservargli. Ma anche persone più avanzate in età, e godenti di larga agiatezza per attività professionale, stipendi, ecc., molte volte mal volentieri si pongono il problema della precarietà sommamente aleatoria e, comunque, del breve prolungarsi delle condizioni presenti; onde le gravi crisi che colpiscono tante famiglie, al venir meno improvviso del guadagno del loro capo. Le conseguenze risultano anche più dolorose se l'illusione di sicurezza e di benessere,

e la facilità di spesa procurata dalle larghe entrate temporanee abbia indotto a lasciar deperire trascurandoli altri cespiti più durevoli dell'asse patrimoniale, meno fruttiferi momentaneamente, ma costituenti, se opportunamente alimentati e rinvigoriti, riserve preziose pel futuro.

Una delle forme più frequenti nelle quali si produce il loro inavvertito deperimento consiste nella insufficiente nozione in chi li possiede della precisa linea di confine fra reddito lordo e reddito netto. Innumerevoli patrimoni si sgretolano quotidianamente sotto l'azione subdola di questa insidiosa causa di errore.

Il reddito lordo, somma di tutti i valori che attraversano la cassa del suo percettore entro un dato periodo, è relativamente facile a calcolarsi, specie in un'epoca di preponderante economia monetaria. Le probabilità di sopravvalutarlo, in un bilancio preventivo, son maggiori delle inverse, ove non si usi la precauzione consigliabile di applicare ad ogni cifra di atteso incasso un congruo coefficiente di minorazione, rappresentante il rischio di mancata o parziale riscossione. Esistono pure per contro possibilità di sottovalutazione del reddito, quando il patrimonio comprende partecipazioni ad enti societari, che, in aggiunta al dividendo distribuito, impieghino una quota dei profitti per conto e nell'interesse dei soci, in sviluppo di impianti o formazione di riserve libere. Non sarebbe

però prudente iscrivere al nostro attivo la presunta quota che ci spetta in tale operazione, finché gli effetti definitivi non ne appaiano nell'attribuzione effettiva di nuovi utili concreti agli azionisti. In complesso, seguendo la regola di cancellare senz'altro dalla somma tutte le cifre dubbie od opinabili, e di ridurre le altre alla previsione minima, l'accertamento del reddito lordo riesce abbastanza semplice.

Altra cosa è la determinazione del reddito netto; che è quanto il capitale produce, senza esaurire la sua sostanza. Il problema non manca di interesse anche nei riguardi dei capitali personali, la cui menomazione di efficienza è in ragione dell'eccesso di sforzo produttivo a cui vengono sottoposti. Ma la questione esorbita dalla possibilità di calcolo, non consentendo la perfezione della scienza fisiologica di misurare con approssimazione sufficiente il grado di logoro anormale cagionato ad un organismo da un lavoro troppo continuo ed intenso.

Per gli altri capitali invece, il problema non offre ostacoli particolari, purchè non si trascuri di sottoporre a spassionata analisi ciascuna partita di entrata, per stabilirne esattamente l'indole e la provenienza. In molti casi la necessità di non includere nel reddito netto le somme ricevute si presenta chiarissima. Così è, tipicamente, pei rimborsi di capitali, che, quando avvengono ratealmente

(come nei prestiti ammortizzabili a quote annuali, ecc.), possono, da chi faccia una finanza facile, confondersi e consumarsi col frutto.

Analogamente, il possessore di un titolo estinguibile alla pari che faccia premio, si esporrà a falcidia patrimoniale verificandosi il rimborso, se non avrà per tempo accantonato, in vista di ciò, una parte degli utili.

Trattandosi poi di proprietà immobiliari, di aziende industriali, ecc. la somma da dedursi dal lordo diviene indeterminata, e generalmente molto maggiore. Una casa perde ogni anno una frazione del suo valore per deperimento fisico non meno che per i continui perfezionamenti nell'arte del costruire, che, dopo qualche tempo, rendono meno pregiati e richiesti i fabbricati più antichi. Un fondo agricolo si impoverisce nello sfruttamento non compensato dai necessari reintegri, e gli impianti che lo completano cadono in rovina, senza riparazioni e miglioramenti continui. Una miniera od una cava si esauriscono, spesso molto rapidamente. Un opificio, più di ogni altra cosa, invecchia e perde progressivamente di efficienza, assoluta e relativa, ove non venga incessantemente rinnovato in ogni sua parte. Una nave moderna ha esistenza economica brevissima. Ma se le direzioni delle grandi industrie ed i capi delle aziende condotte con metodi rigorosamente economici non trascurano di iscrivere nel loro passivo quote di ammor-

tamento e di reintegro largamente corrispondenti alle previsioni del processo svalutatore, non troppi sono i bilanci privati che applicano adeguatamente il prudenziale criterio. Quanti proprietari di case, prima di calcolare il reddito del loro immobile, ne deducono una percentuale, destinata a ricostruire il capitale che lentamente si consuma? Quanti possessori di terreni ritengono indispensabile di spendere regolarmente entro i medesimi una parte della rendita, rifacendo le piantagioni, riparando le opere di irrigazione o di bonifica, consolidando e modernizzando i fabbricati? L'abitudine di farlo è così poco comune che, nelle stesse vendite, la quota necessaria a codesti ammortamenti indispensabili non figura quasi mai nei calcoli di capitalizzazione in base ai quali gli stabili d'ogni specie vengono contrattati.

Vi sono invece normalmente comprese quelle aventi per iscopo di far fronte a taluni rischi, specialmente a quello di incendio ed al marittimo. Ma, anche per essi, ben raramente il prelievo equivale realmente alla probabilità matematica della distruzione della casa per sinistro, le conseguenze del quale, quando avviene, si traducono perciò quasi sempre in falcidia del patrimonio colpito.

Nei periodi di continua alterazione monetaria è frequente la trascuranza od il ritardo dei capitalisti di correggere la cifra dell'assicurazione in rapporto ai mutati valori. Ciò che essi ancora con-

siderano reddito netto del loro immobile contiene in tal caso una considerevole porzione di vero capitale, rappresentato dalla quota di rischio scoperta.

Esistono inoltre dei pericoli patrimoniali contro cui, o per lacuna del sistema assicurativo o per impossibilità tecniche di comprendervi, non v'ha altro antidoto che la prevenzione diretta, a mezzo di un fondo destinato a sopprimere od attenuare le conseguenze di tali eventualità. Appartengono a codesta categoria i carichi tributari eccezionali dovuti ad imprevedibili circostanze politiche, di cui tanti esempi si ebbero recentemente. L'imposta straordinaria sul patrimonio, che, per la sua struttura, colpì in modo assai più grave i beni immobiliari, si tradusse in impoverimento secco e molte volte in gravi angustie pei loro possessori, che, considerandoli fonti di reddito immutabili ed intangibili, avevano dimenticato di costituirsi qualche riserva. Ma anche il semplice inasprimento dei consueti tributi, sulla prossima fatalità del quale non eran lecite le illusioni durante e dopo la guerra, colse impreparati quanti proprietari non si erano per tempo dato pensiero di provvedere al reintegro di una quota almeno uguale alla amputazione di valore capitale corrispondente al ridotto frutto.

In tesi generale credo non si vada errati pensando che, quasi sempre, ciò che i privati considerano reddito netto dovrebbe venir ulteriormente

depurato in misura sensibile, per esser certi che il suo consumo non intacchi insidiosamente la consistenza e produttività della sorgente, a scapito del flusso futuro. Non si può dunque insistere abbastanza sopra codesto caposaldo pregiudiziale di una gestione non spensieratamente empirica di qualunque sostanza.

La decadenza progressiva delle più colossali fortune, di cui la storia porge esempio ininterrotto, ripete dal disconoscimento di tale norma basilare la sua precipua causa. L'illusione della immutabilità ed intangibilità delle colossali dotazioni immobiliari su cui poggiava il lustro secolare dei più alti casati incoraggiò a sperperarne costantemente oltre il limite prudenziale i supposti frutti; sottoponendole, per procurarlo, ad una economia di rapina. La mancanza di riserve liquide, provocò, ad ogni evento contrario, la necessità dei debiti; che, ben presto cumulati, finirono per ingoiare ogni cosa. « Padre mercante, figlio cavalcante, nepote mendicante ». Nel vecchio proverbio delle nostre repubbliche commerciali è sintetizzato il processo di dissoluzione irresistibile che silenziosamente si mette in movimento non appena all'amministrazione *economica* di una fortuna, grande o piccola, succede un'amministrazione di inerte sfruttamento. Il segno più autentico di quest'ultima consiste nella esagerazione, voluta od inco-sciente, del reddito netto.

Siccome tuttavia, ai giorni nostri, le incognite inerenti all'esatta individuazione del medesimo riescono singolarmente aggravate dalla deformazione monetaria, della cui portata troppa gente ancora non è riuscita a rendersi adeguato conto, gioverà richiamarne almeno i termini elementari, per uso esclusivo di quanti ignorano anche i primi rudimenti dell'economia scientifica.

CAPITOLO SECONDO.

L'ABC DELLA FUNZIONE MONETARIA.

1. Il modo come ciascuno di noi prende dimestichezza, fin dalla prima infanzia, con la moneta spiega la difficoltà che si prova più tardi ad interpretarne correttamente l'indole e la funzione. Il fanciullo, lo scolaro, il giovane, nelle età in cui meno riflessiva e più spontanea è la vita, acquistano per progressiva esperienza il concetto che vi ha un bene il cui possesso procura la facile disponibilità d'ogni più desiderata cosa. Imparano più tardi che, col lavoro, possono ottenerne in modo da provvedere ai loro crescenti bisogni. Si forma così, a poco a poco, nel loro cervello, una nozione empirica di equivalenza tra codesti tre termini, connessi indissolubilmente per modo da concretare istintivamente in un problema monetario il problema dell'esistenza degli individui e delle famiglie.

Occorrono perturbazioni profonde e violente, simili a quelle dell'epoca attuale, perchè all'illusione di valore stabile ed assoluto del segno monetario sottentri, con molta difficoltà e lentezza, la percezione del suo vero carattere e del suo autentico significato. Ma, in simili momenti, l'avere idee chiare, per quanto semplici, su tale argomento, diviene elemento essenziale e condizione indispensabile di orientamento finanziario, anche pel più modesto risparmiatore.

2. La moneta, a cui tanta gente assegna, qualunque essa sia, attributi di valore quasi mistici, non è in realtà che una merce come tutte le altre, che fu scelta ad agevolare gli scambi, uscendo dalla rudimentalità del primitivo baratto, e per compiere la funzione di trasmettere e conservare i valori. Per certi loro attributi (inalterabilità, malleabilità e omogeneità fisica; notorietà, divisibilità, densità e relativa stabilità economica) i metalli preziosi furono dovunque adottati a tal uopo, non appena i vari popoli raggiunsero un discreto grado di civiltà. Tra l'oro e l'argento si produsse poi una selezione spontanea, in seguito al rapido deprezzamento del secondo avvenuta nell'ultimo quarto del secolo scorso. L'oro divenne così l'unico metallo monetario tipo, che significa il solo a cui venga universalmente riconosciuto un potere liberatorio illimitato, per qualunque obbligazione. L'argento,

e, a un grado più basso, il rame, il nickel, ecc., furono relegati al posto sussidiario di moneta rappresentativa o divisionaria, di cui la coniazione è strettamente limitata ai bisogni dei minuti scambi e rigorosamente sottratta all'iniziativa dei privati. L'unità monetaria di tutte le nazioni civili è venuta così a concretarsi in un dato peso di oro. In Inghilterra un'oncia di metallo al titolo legale di 916 millesimi di fino vale 77 scellini, 9 pence. Il franco dell'Unione latina è, o meglio era, uguale ad un peso di 322 milligrammi d'oro a 900 millesimi.

Sopra questa base riposa tutto il sistema dei molteplici mezzi di pagamento, che per agevolare gli scambi sono stati creati ai tempi nostri, mediante la vasta organizzazione del credito. Il biglietto di banca non è che la promessa di pagamento a vista ed al portatore di una data quantità di metallo, garantita dall'esistenza di una congrua riserva aurea nelle casse dell'istituto emittente. L'assegno ordina il trasferimento di un credito espresso esso pure in numerario. L'uno e l'altro non costituiscono che segni rappresentativi più comodi e più economici della moneta tipo.

Un'alterazione assai grave subisce però tale ordinamento quando l'equivalenza reale fra codesti surrogati e la quantità di metallo posta a disposizione dei loro portatori viene comunque a menomarsi od a cessare. Il biglietto non riceve il suo

valore, alla sua origine, che dai pezzi d'oro di cui porta il nome e contro i quali è immediatamente e liberamente scambiabile. Ma accade che tale facoltà di scambio venga sospesa e che simultaneamente la legge obblighi i cittadini a ricevere i biglietti in pagamento dei loro crediti. L'assimilazione fra il biglietto e le specie metalliche risulta allora, non più dal fatto che il biglietto è convertibile in specie, ma dall'intervento del legislatore, che arbitrariamente gli conferisce un potere d'acquisto uguale a quello del metallo. La moneta di carta si converte allora in cartamoneta.

Perduto il contatto col metallo (merce di valore commerciale effettivo e noto), l'apprezzamento della moneta viene a dipendere da molti elementi diversi, fra cui primeggiano i pronostici rispetto alla durata del regime anormale che si è creato. Se la misura ha carattere evidentemente transitorio, la fiducia del pubblico nel biglietto inconvertibile non risulta scossa ed il biglietto circola alla pari col metallo (come avvenne in Francia, nel 1870). Ma siccome il più delle volte la sospensione fu cagionata da bisogni finanziari eccezionali del Tesoro, quasi sempre accade che lo Stato abusi del comodo mezzo di procurarsi facili introiti, moltiplicando le emissioni (direttamente, o per l'intermediario della banca), in modo che ben presto il pronto ripristino del rimborso regolare

divenga problematico. Il pubblico incomincia allora ad inquietarsi, domandandosi a che realmente corrisponda il pezzo di carta che ha fra le mani, il cui avvenire gli sembra di più in più incerto. La preferenza per il metallo in confronto al biglietto sorge e cresce, in ragione dell'accentuarsi e diffondersi di tali preoccupazioni. E nasce il premio del primo sul secondo, o « aggio ».

Un altro fattore concorre a crearlo ed insprirlo: l'aumento di quantità del medio circolante in relazione alla massa di affari, rimasta immutata. Lo squilibrio non si manifesta con un sistema di circolazione a regolare base aurea, perchè ogni eccesso di numerario su un mercato, provocando aumento di prezzi, agisce da freno all'esportazione e da stimolo alle importazioni, con conseguente uscita di metallo e ripristino automatico del primitivo livello. Ma la carta, cessando di essere convertibile, non serve per pagamenti all'estero: per cui il rincaro interno cagionato dalla sua sovrabbondanza non trova sfogo spontaneo e si perpetua. Abbiamo quindi da allora due prezzi di tutte le cose: quello espresso in moneta legale, e quello corrente sui mercati a moneta sana. Codesta moneta stessa viene quindi necessariamente ad assumere un prezzo in biglietti, che viene registrato nel corso dei cambi (prezzo dell'unità di moneta di un paese espresso nella moneta di un altro).

Ciò basta a farci comprendere come la moneta inconvertibile manchi congenitamente di uno dei requisiti essenziali che fecero scegliere a tale ufficio i metalli preziosi: quello della stabilità di valore, che consente di trasmettere nel tempo e nello spazio, sotto tale forma meglio che in qualunque altra, ogni ricchezza.

Molto però si errerebbe ritenendo che anche l'oro possieda siffatta qualità in senso assoluto, per cui chi converte nel medesimo altri beni possa ritenersi sicuro di conservare indefinitamente un identico potere d'acquisto. Un notevole grado di stabilità di valore è stato in realtà conferito all'oro dalla sua perfetta conservabilità e dal lentissimo logoro, onde deriva che la quantità annualmente prodotta viene ad aggiungersi ad una enorme massa già esistente (si calcola che circoli ancora attualmente del metallo scavato venti secoli fa) alterandone minimamente il valore di scambio complessivo. Ma si tratta sempre di stabilità relativa. Sta in fatto che la estrazione delle miniere, i progressi della tecnica, i perfezionamenti creditizi da un lato, le fluttuazioni dell'attività commerciale, richiedenti quantità diverse di circolante, per l'altro, devono spostare continuamente il rapporto fra i due termini, e quindi alterare la potestà acquisitiva del metallo. La storia economica ci insegna del resto che la caduta del valore monetario è stata, nei secoli, quasi costante, passando, in un

millennio (850-1890) da 9 a 1. Lo sbalzo più formidabile si ebbe nel secolo XVI, quando, per la importazione in Europa dei tesori delle nuove conquiste americane, i prezzi salirono nella ragione da 1 a 4 o 5. Ma, anche nel secolo scorso, la scoperta dei giacimenti di California e, più tardi, di Australia e della Columbia determinarono rincari sensibili. Fra il 1900 ed il 1914, poi, si notava una lenta ma ininterrotta ascesa dei prezzi (dal 15 al 20 %). L'invasione mondiale della carta-moneta recata dalla guerra dissimulò poi la continuazione del fenomeno; ma esso proseguì, nel fatto, quasi ininterrottamente. Confrontando l'indice medio dei prezzi oro di alcuni paesi, troviamo:

Anni	Italia (prezzi oro)	Inghilterra	Germania	Stati Uniti
1913	100	100	100	100
1922	129,4	145,4	—	150
1926	131,4	142,2	134,4	151,3
1927	139,4	135,5	137,6	142,2

Il che significa che, indipendentemente dalla ridda delle varie carte-moneta, l'oro ha ancora perduto in questi anni una considerevole porzione del suo potere di acquisto; onde chi, nel 1914, avesse data tale forma alla propria fortuna, non perciò si sarebbe completamente salvato dalle perdite sofferte, nel procelloso periodo, da altre forme di investimento.

Gli è fondandosi su tali constatazioni che taluni economisti hanno già da tempo dichiarato l'oro una base troppo malferma per gli scambi mondiali, e suggerito di sostituirlo con una moneta di conto fondata sopra un indice rigoroso dei prezzi dei principali beni e servizi. Ma se la riforma non sembra finora prossima a venire attuata, per ovvie ragioni pratiche, e se il risanamento delle principali valute oggi in corso si opera nuovamente col ripristino, nell'una o nell'altra forma, del tipo oro pre-bellico, sta in fatto che convien guardarsi, nel giudizio sul valore delle cose e sull'importanza delle fortune, da considerarne soltanto o prevalentemente, come troppi tendono, l'espressione monetaria. Astrazione fatta anche dalle epoche convulsione, simili all'attuale, nelle quali la normalità del fenomeno fu sconvolta da interventi arbitrari, di carattere politico, di cui riesce pressochè impossibile prevedere i decorsi e gli effetti, la moneta non è che una merce, soggetta (per quanto meno di altre) al fluttuare incessante del mercato. Questa sua natura è d'uopo tener nettamente presente, ogni volta che si tratti di adoperare l'indispensabile metro nei calcoli patrimoniali, che si riducono in pratica a una serie di corretti confronti.

CAPITOLO TERZO.

RISPARMIO ED INVESTIMENTI.

1. Il problema dell'investimento produttivo dei propri risparmi si è, come vedemmo, immensamente complicato ai giorni nostri, con la separazione sempre più netta fra la direzione delle imprese e la proprietà delle medesime, col grandioso sviluppo della ricchezza mobiliare in ogni forma e con l'instabilità spesso sconcertante propria della costituzione economica capitalistica (astrazione fatta anche dalle convulsioni monetarie, di carattere eccezionale, come le presenti). Dai tempi lontani nei quali l'impiego del danaro si riduceva pei più ad acquisto o miglione di immobili e, soltanto per alcuni, anche ad operazioni commerciali o fenerazioni dirette; a quelli, meno remoti, quando i valori offerti sul mercato erano di tipo uniforme e notorio; all'attuale varietà illimitata di scelta fra infinite forme e gradazioni e sfumature di investimenti, il criterio discriminatore e deliberatore dei medesimi si è trasformato, dall'applicazione prudente di poche direttive notorie, nella più delicata ed anche ardua di tutte le funzioni economiche. Fissare qualche caposaldo di orientamento nel problema intricatissimo presuppone anzitutto procedere ad una breve analisi psico-

logica, intesa a determinare, con le fonti onde il risparmio disponibile proviene, gli scopi che i loro possessori si propongono.

2. La tendenza a sottrarre al consumo una parte del proprio reddito accumulandola dipende, spiegano gli economisti, dal grado di preferenza che ciascuno accorda ai beni presenti in confronto dei beni futuri. Perchè, contro l'impulso istintivo che ci fa ricercare i primi, si rinunci a goderli immediatamente, occorre sorga un contro-stimolo costituito da scopi o previsioni, varianti con le condizioni dell'individuo. Il Fisher li classifica sommariamente nel seguente ordine:

a) *Dimensioni del reddito*. — In generale può dirsi che la tendenza a preferire i beni presenti ai futuri aumenta col diminuire del medesimo. Quando le necessità perentorie della vita quotidianamente incalzano ed assillano, il senso della previdenza passa necessariamente in seconda linea.

b) *Andamento del reddito nel tempo*. — È ovvio che un reddito individuale o familiare previsto crescente diminuisca la propensione a risparmiare, ed inversamente. Quanto più il reddito presente è piccolo, tanto meglio l'effetto si osserva.

c) *Composizione e destinazione del reddito*. — Secondo che, rinunciandosi a consumare immediatamente una parte più o meno grande di esso, si deve tagliar nel vivo in ciò che, per esigenze di

stato, di luogo, di ambiente sociale, di clima, di abitudini si suol considerare od è realmente indispensabile, la capacità di accumulare si dilata o si restringe.

d) Il grado di rischio a cui è soggetto il reddito. — Secondo che questo si riferisce piuttosto al reddito attuale od al futuro, la disposizione a convertire nel secondo una parte del primo si modifica. Questa causa agisce il più spesso come incitamento alla formazione di risparmio, perchè l'uomo è generalmente propenso a sopravvalutare i bisogni od esagerare i pericoli di cessazione di cespiti di reddito nell'avvenire alquanto lontano. Non manca però anche il caso contrario. Talora l'incertezza del reddito si verifica nel presente meglio che nel futuro. In tempo di guerra o di pubblica calamità l'apprezzamento dei vantaggi immediati supera spesso quello dei differiti, onde si ricerca soprattutto il soddisfacimento più largo dei primi.

Ma a codeste ragioni obbiettive che agiscono sull'accumulazione di risparmio, altre devono aggiungersene, dipendenti da cause psicologiche puramente soggettive; e sono:

a) il senso della previdenza individuale, che è in funzione della educazione mentale, cognizioni, riflessività del soggetto;

b) la fermezza di volontà, che consente di eseguire ciò che razionalmente si ritiene conveniente, anche se importi un immediato sacrificio;

c) le abitudini. Il tenor di vita consuetudinario (individuale o familiare) esercita influenza preponderante sulla capacità di risparmio;

d) le prospettive personali di vita. Generalmente i giovani son propensi a spendere, fidando nelle proprie forze e nel successo, che loro procurerà entrate crescenti nel futuro; mentre, quando declina l'età, le preoccupazioni della diminuita attitudine al lavoro, l'incubo delle malattie e della invalidità senile rendono più parchi e più cauti. Agiscon tuttavia in senso contrario ad entrambe tali tendenze le previsioni circa la durata probabile della vita, per le quali, invecchiando, scema l'interesse *razionale* ad accumulare riserve fuorchè per un assai prossimo domani e si accorda perciò la preferenza a beni di pronto godimento;

e) la cura della posterità. È un fattore che tende ad elidere, e nella massima parte dei casi sopprime in realtà l'influenza della prevista brevità della vita sulla disposizione al risparmio. Il sottoporsi a privazioni, o quanto meno il rinunciare a spese di comodità voluttuarie, per assicurare ai discendenti un grado di sicurezza e di benessere superiore al proprio è notoriamente fenomeno generale e costante.

Il complesso di codesti incentivi al risparmio, che, nei singoli casi si sovrappongono, sommano od elidono, totalmente o parzialmente, dà luogo a infinite combinazioni, a ciascuna delle quali cor-

rispondono criteri di scelta assai diversi quanto al collocamento dei fondi accumulati. Gli scopi che ciascuno ebbe in vista nel formarli regolano evidentemente gli apprezzamenti circa la scelta dei vari investimenti. Chi risparmiò quasi unicamente per costituirsi una riserva di consumo per evenienze disgraziate (come avviene in generale nei peculi delle classi lavoratrici) ricerca nell'impiego qualità di cui meno si cura colui che nell'accrescimento di una ricchezza già sufficiente ai suoi normali bisogni scorge soprattutto un mezzo di elevarsi, in potere economico ed in distinzione sociale. La considerazione del frutto ha per il primo un'importanza subordinata, in confronto ai requisiti della sicurezza, della notorietà, della facilità di immediato ricupero. Il secondo affronta spesso volentieri dei rischi, per raggiungere più presto la meta agognata. Diversa parimenti è la condotta di chi dispone di capitali per collocamenti consolidati e definitivi e di chi invece non voglia perderne per lungo tempo la disponibilità. La coltura, le relazioni, la residenza del risparmiatore esercitano un'influenza altrettanto grande sulle sue decisioni finanziarie; poichè la varietà degli impieghi, la loro ubicazione, la scelta del tipo, ecc., dipendono in larga misura dalla possibilità di conoscerli per informazioni precise, di seguirli e sorvegliarli. Molte delle delusioni che in questo campo si deplorano e delle rovine private che ne derivano

sono conseguenza non tanto di errori o di inganni circa il valore assoluto dell'impiego, quanto di difetto di adattamento fra le caratteristiche del medesimo e gli intenti, i bisogni, le capacità e le nozioni del risparmiatore che lo fece. Il moderno mercato del capitale presenta gradazioni innumerevoli di domanda, nelle quali ogni specie di esigenze posson trovare soddisfacimento. Ma alla decisione deve precedere un'obbiettiva introspezione, che accerti ciò che si può, ciò che si cerca e ciò che si vuole, ed un'accurata analisi delle condizioni offerte. L'esame dei principali campi di impiego non basta evidentemente a dettare, caso per caso, norme tassative di condotta; ma potrà giovare come guida generica, e come antidoto, quanto meno, all'avventatezza superficiale ed impressionistica, che troppo ancora domina in così ardua e delicata materia.

CAPITOLO QUARTO.

I CRITERI GENERALI DELLA DISTRIBUZIONE PATRIMONIALE.

1. Uno dei fattori di decadenza delle più grandi fortune del passato fu la loro scarsa diversificazione e la loro cristallizzazione immobilistica, che le esposero senza difesa alla lenta azione corrosiva

di molteplici cause di distruzione. Queste sono però divenute infinitamente più numerose e frequenti, nella complessità ed irrequietezza della vita economica odierna. Onde chi non reagisce, spostando, a norma delle circostanze mutevoli, le sue posizioni, incorre il rischio probabile di un progressivo impoverimento. Ciò non significa d'altro lato che l'instabilità incessante sia garanzia consigliabile contro tali pericoli. Ogni mutamento di composizione patrimoniale richiede matura riflessione. Sol tanto l'esperienza e l'osservazione, pacatamente interpretate, offrono elementi concreti a render proficui gli arbitraggi, ossia gli spostamenti e scambi di valori.

2. A predisporli e deciderli con cognizione di causa occorre anzitutto qualche idea precisa circa le qualità comparative delle differenti specie di beni che possono comporre un patrimonio di qualsiasi entità.

Una prima distinzione si impone fra *valori reali* e *crediti*. In tempi di forti squilibri monetari, i secondi, che conservano al risparmio tale forma, acquistano carattere di aleatorietà accentuatissima. Ma abbiamo visto che, anche in epoche normali, il valore della moneta è soggetto a variazioni sensibili, entro cicli non troppo brevi. Circostanza di cui conviene tener conto principalissimo nel prescegliere e maneggiare gli impieghi che danno di-

ritto al pagamento di somme fisse, anche se stipulati in valuta aurea o ragguagliata ai cambi.

Una superiorità considerevole, da codesto punto di vista, hanno invece gli investimenti reali, il cui oggetto segue la curva generale dei prezzi. Siccome la ricchezza consiste nelle cose e non nei segni che le rappresentano, è intuitivo che il valore di beni concreti, pure apparentemente oscillando nella sua denominazione, dovrebbe rimanere immutato, attraverso le convulsioni del medio circolante, lasciando i loro possessori nè più ricchi nè più poveri.

In pratica, tuttavia, il fenomeno risulta meno semplice, in quanto le variazioni dei prezzi, specie se improvvise e molto forti, modificano la ripartizione dei redditi in modo da alterare i rapporti comparativi fra la domanda dei singoli beni. Avviene così che taluni di essi, anche a equilibrio ritornato, han perduto o acquistato valore relativo. L'impiego nei medesimi deve pertanto proporsi di evitare il pericolo, ripartendosi su gruppi di beni scelti in tal modo che la media dei loro valori si mantenga sempre il più aderente possibile al livello generale dei prezzi.

I crediti rappresentano caratteristiche opposte, rimanendo legati alla sorte della moneta in cui sono stipulati.

In regime metallico corretto i movimenti dei prezzi dovuti a tale fattore avvengono per lo più lentamente e con curve di cui non è troppo diffi-

cile prevedere, almeno per l'immediato futuro, il decorso tendenziale. Plausibile ed agevolmente applicabile riesce allora la norma di preferire gli investimenti in crediti quando il valore della moneta tende ad aumentare ed inversamente quelli in beni reali.

Ma quando, con la carta moneta, gli sbalzi divengono bruschi ed imprevedibili, i calcoli così ragionati assomigliano assai ad un gioco d'azzardo; dipendendo allora il rovesciamento di congiuntura, non da forze economiche naturali, suscettibili di misura e di pronostici, ma dalle arbitrarie, mutevoli e sconcertanti velleità politiche dei governi. Guadagni ingenti possono certo conseguirsi convertendo i propri beni in moneta, quando questa sta rivalutandosi, e compiendo l'operazione opposta quando essa precipita. I possessori di sterline realizzarono senza fatica, vantaggi cospicui fra il 1920 ed il 1924, quando l'Inghilterra, con uno sforzo eroico, riportò alla parità pre-bellica la sua moneta tipo. Molti capitalisti germanici costruirono fortune colossali sulla rovina del marco, prendendone a credito la più grande quantità possibile, e scambiandoli subito con immobili, merci, impianti, beni concreti d'ogni specie. Ma è raro che gli infatuati dall'allettante andazzo sappiano arrestarsi in tempo e cogliere il momento buono per invertire la direttiva. Onde ben spesso all'opulenza momentanea succede il fallimento (la gran-

dezza e decadenza della famiglia Stinnes lo documentò tipicamente). Si tratta invero, in entrambi i casi, di operazione schiettamente speculativa, non consigliabile ai risparmiatori ordinari, se non nei casi e nella misura indispensabile, in taluni momenti, per assicurarsi contro un imminente pericolo.

In regime di moneta avariata sembra pertanto prudente di restringere, generalmente, la scelta ai valori oro ed ai valori reali. Ma, anche limitandosi ai medesimi, le opportunità di manovre razionali non mancano.

È noto, per esempio, che quando il valore monetario incomincia a risentire gli effetti della carta inconvertibile, il corso dei cambi sale più rapidamente dell'indice interno dei prezzi, mentre, nella fase deflazionistica, accade l'opposto. Giusta appare perciò la regola di ricercare i valori oro, appena si inizia il deprezzamento, per mutarli in valori reali quando il livello del cambio superi notevolmente l'indice dei prezzi. Più incerta invece la norma di procedere ad una ulteriore conversione in valori-carta, quando vien annunciata la rivalutazione. Poichè la recente esperienza ha mostrato (Belgio, Polonia, Ceco-Slovacchia, ecc.), che non sempre i programmi di risanamento monetario posson venir condotti sino al fondo, incontrando spesso ostacoli e reazioni, che provocano inopinatamente nuovi, improvvisi deprezzamenti. Fon-

dare quindi sulla previsione dell'indirizzo finanziario ufficialmente decretato un'importante trasformazione patrimoniale espone a rischi non lievi, adatti alla speculazione meglio che alla gestione normale.

In conclusione si può ritenere che, in epoche di corso forzoso, la quota della fortuna privata consistente in valori reali (comprendendovi una parte di valori-oro) deve crescere a scapito di quella in valori-carta. Essa costituisce un elemento di stabilità, un pegno di sicurezza pel patrimonio, anche se implica rinuncia ad eventualità di più larghi guadagni, e se talora anzi dà luogo a sensibili perdite. L'entità della quota dipenderà dal tenore di vita, dall'ammontare del patrimonio e dalle cognizioni tecniche del suo possessore.

3. Criteri di proporzione e di adattamento altrettanto prudenti richiede la scelta fra valori immobiliari e mobiliari (i quali ultimi rientran anche essi molte volte nella categoria dei reali, come quando si tratta di azioni industriali, ecc.).

Non sempre gli stabili — come meglio vedremo esaminando partitamente i loro varî gruppi — possiedono tutti i requisiti di preferibilità assoluta che un'inveterata tradizione loro assegna, nè mancano d'inconvenienti peculiari, che generalmente si trascurano.

Sono anzitutto men facilmente realizzabili, fuorchè nei periodi, sempre brevi, di intensa spe-

culazione sui medesimi. Durante intervalli talora assai lunghi (guerre, crisi sociali od economiche) l'essere costretti a venderli importa generalmente larghe perdite. Nelle fasi di inflazione il loro valorizzarsi apparente procede per lo più men rapidamente dello svilimento monetario; mentre, succedendo la rivalutazione, il loro valore cade prima di molti altri prezzi, onde, per disfarsene, convien attendere, spesso per più anni, che il nuovo equilibrio sia maturato e consolidato completamente.

Torna poi svantaggioso al proprietario di immobili bisognoso, in un dato momento, di mezzi liquidi, il procurarseli alienando una porzione della sua proprietà; poichè spesso la diminuzione di valore complessivo cagionata dallo scorporamento supera di molto l'importo ricavato dalla quota venduta. Se poi egli voglia rimediare ricompletando, appena ne abbia i mezzi, il fondo amputato, deve il più delle volte sborsare un prezzo assai maggiore del ricavato, ed, in ogni caso, incontrar spese di trapasso non indifferente.

Ricorrere, per mobilitare il proprio avere, alle ipoteche presenta altri inconvenienti; quelli soprattutto della pubblicità e della costosità dell'operazione. Malgrado la loro solida garanzia, gli immobili costituiscono dunque degli strumenti di credito assai mediocri.

Infine il trapasso di proprietà degli stabili importa pagamento di diritti elevati, che devono

essere ammortizzati sul reddito. Onde, se l'acquisto e la vendita seguano a breve intervallo, l'impiego risulta poco fruttifero. Perciò « gli immobili non convengono che per investimenti definitivi. Formano una base solida ad un patrimonio familiare, ma non bisogna impiegarvi che un risparmio ben consolidato, che non arrischi di doversi ritrasformare prossimamente in risparmio-riserva di consumo » (Miremonde). Per gli investimenti dotali o per conto di inabilitati, destinati a rimanere fermi nella forma in cui vengono costituiti, la prevalenza degli stabili è consigliabile, in ragione della sicurezza sostanziale che presentano.

Lo stesso può dirsi pei patrimoni delle persone a cui, per professione od educazione, manca il tempo o la capacità di occuparsi di questioni economiche. L'esperienza ci mostra che molta gente, non inetta a sorvegliare e difendere i propri interessi quando han per oggetto possessi diretti e concreti, perdono ogni attitudine e si adagiano nell'inerzia più perfetta quando hanno invece fra mano un portafoglio di valori mobiliari.

Agli innegabili vantaggi di questi rispondono invero dei difetti, che stanno in ragione inversa alla fermezza di carattere ed alla competenza di chi li possiede. La facilissima convertibilità, che è loro pregio precipuo; le agevolezze di credito che consentono; il loro spezzamento in titoli di prezzo accessibile, che consente al risparmio, anche esiguo,

di divenire immediatamente, man mano che si forma, capitale fruttifero; la quasi gratuità dei loro trapassi; la possibilità di valutarne quotidianamente le fluttuazioni mediante la quotazione in borsa, hanno per contropartita l'incentivo allo sperpero che dalla prontezza di realizzazione parziale deriva. Il redditiero non venderà volentieri una casa od un podere per indulgere a qualche tentazione dissipatrice; ma proverà una inibizione meno proibitiva, se si tratti semplicemente di alienare qualche titolo, col tranquillante proposito di ricomprarlo prestissimo. Bisogna ammettere inoltre (osserva il Miremonde) che i valori mobiliari, grazie alla somma comodità di percezione dei loro tagliandi, offrono un soffice guanciale, su cui i capitalisti indolenti si addormentano troppo frequentemente, mentre la fiducia che provano si rivela spesso ingannevole. I migliori dàn luogo a crudeli delusioni. Frutto di una civiltà economica molto progredita, essi subiscono con sensibilità estrema gli effetti di ogni mutamento di ambiente. Bisogna sorvegliarli da vicino, se non si vuole ritrovare, al posto del proprio capitale, un titolo, « che neppure vale quanto un foglio di carta — diceva Leone Say — perchè i disegni che lo ricoprono lo rendono inservibile »! Il loro possesso richiede perciò, anche nel modesto *rentier*, una competenza finanziaria sufficiente; indispensabile a compiere gli arbitraggi, nell'ora opportuna.

Ma il capitalista informato, l'uomo d'affari avvezzo ad approfittare della congiuntura del mercato trova l'investimento più adatto in tali valori, che riservano ottime plusvalenze a chi sa maneggiarli. L'eccesso di prudenza lo farebbe rinunciare a guadagni cospicui. E del resto le esigenze delle imprese, industriali o commerciali a cui egli attende, richiedono la larga disponibilità di riserve liquide o immediatamente negoziabili.

Il grande pregio dei valori mobiliari sta appunto nel costituire dei collocamenti provvisori e definitivi al tempo stesso, intermediari fra il risparmio capitalizzato ed il risparmio-riserva. Qualunque patrimonio del resto, secondo la composizione e gli scopi che il suo proprietario si propone, necessita di un fondo più o men grande non vincolato. La formola di riparto fra mobili ed immobili dipenderà dunque dalla retta interpretazione di questo fondamentale principio, a norma delle circostanze, oggettive e soggettive.

4. Il distribuire i propri mezzi fra impieghi diversi risponde anche ad un altro precetto, volgarmente espresso dicendo che « non conviene mettere tutte le uova nello stesso paniere ».

Un'autorità finanziaria di primo ordine, il miliardario Carnegie, lo ha, per verità, negato, sostenendo doversi invece appunto concentrare tutto il capitale di cui si dispone in una sola impresa, ben

nota ed assiduamente seguita, evitando di disperderlo in molti piccoli affari inconcludenti. Ma egli si riferisce all'industriale, ed in genere all'uomo d'affari professionale, non al redditiero ed al piccolo capitalista, a cui mancano gli elementi, la possibilità ed il tempo per vivere giorno per giorno a diretto contatto con una data impresa o ramo di industria, studiandone a fondo l'andamento, le probabilità e la struttura. I rischi che egli incorre specializzandosi eccessivamente superano le alee favorevoli che il metodo può offrire. La ripartizione degli impieghi funziona da assicurazione contro i medesimi, purchè sia fatta tenendo conto dei rapporti di interdipendenza esistenti fra i gruppi di valori, evitando di includere nella scelta i troppo intimamente connessi anzichè quelli che fondatamente si presume abbian a tenere un contegno divergente in caso di crisi. Leroy-Beaulieu ha mostrato con numerosi esempi come gli istituti finanziari più floridi ripetano una delle cause essenziali di fortuna dalla ecletticità sapientemente ponderata del loro portafoglio. Ma la regola è applicabile con ugual ragione ai patrimoni modesti; ed a tutti coloro che, non essendo in grado di occuparsi personalmente, con piena conoscenza, di un'impresa, non hanno il temperamento del giocatore, che punta tutto il suo denaro sopra una unica posta.

5. Scrivendo prima della guerra, il Leroy-Beaulieu insisteva altrettanto decisamente sulla utilità di ripartire geograficamente gli impieghi. Oggi il sistema presenta incognite, meno avvertite quando egli lo proponeva.

Sul presupposto di uno stato normale di pace generale, interrotto soltanto localmente ed eccezionalmente da circoscritti conflitti, e nell'ipotesi di un ordine giuridico internazionale abbastanza consolidato, tale da assicurare in ogni caso il rispetto dei diritti di proprietà dello straniero presso le nazioni civili, non v'ha dubbio che il far larga parte nel proprio patrimonio a valori di paesi diversi era cautela ovvia e consigliabile, come antidoto alle crisi limitate nello spazio o che colpissero solo determinati gruppi.

L'esperienza però di questi anni ha purtroppo mostrato che i pericoli a cui alludeva Adamo Smith, quando, un secolo e mezzo addietro, riteneva prudente collocare capitali in prossimità della residenza abituale del loro possessore, sono tutt'altro che scomparsi, se pure, per certi versi, non si sono aggravati. Il trattamento subito dai beni dei sudditi nemici per parte di tutti i belligeranti; le convulsioni sociali cagionate dalla grande guerra; la crisi profonda ed universale del diritto privato; più d'ogni cosa gli ostacoli molteplici creati alla libera trasferibilità di capitali da paese a paese; ed il rifiorire dei nazionalismi economici in ogni

forma, han fatto regredire di secoli la spontanea e benefica unificazione del mercato mondiale che si veniva rapidamente compiendo, creando uno stato di insicurezza ben poco propizio alla diffusione degli investimenti lontani.

Sta in fatto che, mentre prima del 1914 i resoconti delle grandi compagnie finanziarie il cui portafoglio era generalmente composto con criteri largamente e internazionalmente eclettico attestavano concordemente la bontà del metodo seguito (sull'*Economiste français* e nell'*Art de placer et de gérer sa fortune* il Leroy-Beaulieu ne diede frequenti e suggestivi saggi), l'applicazione del medesimo dopo l'infausta data si riflette nei bilanci delle stesse compagnie in modo assai meno fortunato, se non disastroso (il Miremonde ne cita alcuni significativi esempi). Piuttosto che da paracadute contro le improvvise flessioni dei valori locali, il possesso dei titoli stranieri sembra aver spesso funzionato da acceleratore. Convien notare tuttavia che i casi ricordati non possono assumersi a indice delle conseguenze inevitabili del sistema, in quanto, durante la guerra, in Francia ed in Inghilterra, lo Stato requisì, più o meno volontariamente, i titoli esteri espressi in valute pregiate per servirsene a regolare i cambi, lasciando ai loro proprietari soltanto i peggiori (dei paesi nemici od insolventi). Naturalmente così non agì l'assicurazione predisposta.

Rimane, comunque, intuitivo che il principio della ripartizione geografica degli impieghi, ottimo finchè le guerre avevan carattere particolare, si adatta assai meno ad un periodo nel quale ogni rottura di equilibrio in un punto qualsiasi minaccia di degenerare in conflagrazione mondiale. Tanto più difficile riesce poi applicarlo razionalmente allorchè gli orientamenti politici dei vari Stati, anzichè apparir consolidati in raggruppamenti e direttive fissate da trattati o comunque apparenti, ondeggiano incerte, schiudendo l'adito a qualunque improvvisa novità di combinazioni. È in vista di tali circostanze che parecchi autori (per esempio R. G. Levy) consigliano oggi di astenersene rigorosamente.

Concludere senz'altro in codesto senso sembra tuttavia esagerato. Oltre al vantaggio della reciproca assicurazione, i valori esteri presentano quello di consentire degli arbitraggi assai lucrosi, sulla base delle sensibili differenze di interesse *reale* (cioè comportante un accurato confronto delle quote comparative di rischio). Nell'immediato anteguerra i portatori di consolidato italiano 3,50 % (artificialmente valorizzato dalla politica finanziaria del governo e, più ancora, dalla predilezione non ragionata dei nostri risparmiatori), avrebbero realizzato un aumento di reddito facile e sicuro anche comprando semplicemente dei titoli pubblici stranieri, almeno altrettanto solidi (fran-

cesi, germanici, olandesi, svedesi, svizzeri, nord-americani, ecc.). Nè oggi la possibilità di operazioni simili mancherebbe. Non si vede il perchè si dovrebbe rinunciarvi *a priori*, quando i divieti legali, che han carattere provvisorio, fossero cessati.

Evidentemente il problema si riduce anche questa volta ad una accurata discriminazione di persone e di beni.

Sulla convenienza pei grandi organismi finanziari di non limitare ad un mercato il raggio delle loro operazioni non fa d'uopo insistere. Come pure è naturale che i grandi capitalisti, industriali, commercianti, che, pei rapporti d'affari, si trovano in grado di apprezzare con sufficiente esattezza le condizioni offerte agli investimenti lontani di ogni specie, ne approfittino largamente. E vedremo più tardi in che modo la loro intermediazione intelligente dischiuda talvolta le stesse agevolezze anche ai risparmiatori comuni.

Riguardo invece a questi ultimi, se agenti isolatamente e direttamente, escluderemo subito dagli impieghi consigliabili in territorio estero gli immobili. La necessità di visitarli, almeno di quando in quando, personalmente, li rese sempre poco convenienti a proprietari lontani; ma, colla recente recrudescenza di violente passioni nazionalistiche, la condizione di costoro si è resa sempre più precaria, nè essi posson più contare sulla tutela im-

parziale del diritto comune. Durante lo svilimento della corona e del marco, furono molti i capitalisti stranieri che acquistarono stabili (soprattutto case) in Germania ed in Austria, per sfruttare il ritardo dei prezzi interni ad adeguarsi al livello oro. Ben presto però lo Stato tedesco, emanando misure di valorizzazione dei vecchi debiti, adottò tali provvedimenti nei riguardi di codesti compratori da indurli ad abbandonare i beni acquistati, piuttosto che sopportare i carichi confiscatori che loro venivano imposti. Similmente, le riforme agrarie espropriatrici decretate da parecchi Stati dell'Europa orientale ebbero in parte lo scopo specifico di spogliare i grandi proprietari di terre, in vista soprattutto della loro nazionalità o discendenza.

L'Ungheria reclama tuttavia inutilmente dalla Romania un congruo indennizzo pei latifondisti transilvani colpiti dalla legge che loro tolse le tenute con indennità derisorie. E perdite non meno gravi subirono i grandi proprietari di stirpe tedesca in Polonia, Estonia, Lituania, Ceco-Slovacchia, ecc. L'antipatia popolare che circonda in tanti luoghi il diritto di proprietà privata fondiaria diviene doppiamente pericoloso quando questo ha per titolari degli stranieri, i quali, nella migliore ipotesi, non potran contare sopra un trattamento imparziale nel caso di conflitto giuridico con inquilini, coloni, affittuari, ecc. La lentezza

di realizzo degli stabili, le formalità e le spese che l'operazione comporta, la facilità di vietarne i trapassi e di sottoporli a sequestro, li renderà inoltre vulnerabili più d'ogni altra forma di proprietà, ove scoppino le ostilità fra i due paesi. Affrontare tante alee senza adeguato compenso (perchè la gestione delegata di beni immobili è gravata di costi eccezionali) equivale dunque alla peggiore delle speculazioni.

Gli stessi motivi di astensione non sussistono invece pienamente, rispetto all'acquisto, anche per parte di privati, di una buona scelta di valori mobiliari esteri.

Si ebbero certo testè dei clamorosi esempi di aperto ripudio o di larvata insolvenza di taluni Stati verso i loro creditori. Nè è affatto provato che certe politiche monetarie non si siano proposte lo scopo segreto di annullare, per via indiretta (come in pratica accadde) il debito verso i medesimi.

Altri però han fatto onore brillantemente ai loro impegni, creando ai portatori dei loro titoli una situazione privilegiata. La verità è che un capitalista il quale nel 1913 avesse distribuito con criterio il proprio avere in valori pubblici di molti Stati diversi, se avrebbe sofferto le perdite inerenti all'elevarsi universale del saggio di capitalizzazione, si sarebbe tuttavia salvato meglio di colui che convertì la sua sostanza in consolidato di un solo paese. Evidentemente il risultato non sarebbe

stato ottenuto con una scelta fatta meccanicamente o a casaccio. Occorreva esaminare serenamente il quadro politico internazionale, per stabilire con qualche approssimazione quali Stati presentassero maggiori probabilità di mantenersi neutrali in caso di conflitto fra i due ostili raggruppamenti che si venivan chiaramente delineando.

L'osservatore obbiettivo del 1913 avrebbe ovviamente elencate, in tale categoria, le nazioni americane e scandinave, il Belgio, la Svizzera, la Spagna, l'Olanda. Per quanto errando riguardo a taluna di esse (l'invasione del Belgio fu realmente evento sconcertante), non può disconoscersi che un portafoglio composto su tali plausibili previsioni si sarebbe comportato ottimamente in confronto ad un altro rigorosamente specializzato, o costituito con norme automatiche di indifferenza eclettica.

Tanto meglio ciò può dirsi ove si tratti di valori industriali, specie se a reddito variabile, invece che di pubblici, a frutto fisso. La varietà della scelta, non meno dell'ubiquità della collocazione, han campo con essi di esercitarsi in modo assai più agile e più ampio. Ma, tanto più in essi si impone la prontezza di movenze, illuminata dall'assidua vigilanza delle condizioni del mercato.

« La divisione geografica degli impieghi, insomma, dice il Miremonde, non deve considerarsi fine a sè stessa. Essa non dispensa il capitalista di

occuparsi della sua fortuna, di seguire l'evoluzione generale, per operare arbitraggi, a norma delle circostanze. Diversamente, non è che un mezzo di moltiplicare le perdite. Appena una tendenza si delinea, od un grave evento minaccia, conviene ripartire i propri fondi fra i valori che si presume abbiano ad approfittarne, o, quanto meno, a non soffrirne. Il procedimento può quindi risultare molto utile, se usato con intelligenza ed elasticità, e non ciecamente ed automaticamente. È un mezzo di premunirsi contro le eventualità accidentali ed imprevedibili. Non deve attendersene di più. Ma ciò è già molto ».

Aggiungeremo che, dalla guerra in poi, la necessità di saper decidere e manovrare con rapidità nell'applicazione del metodo si è resa più perentoria; mentre le incognite del problema si sono notevolmente aggravate. Un minimo di cognizioni tecniche e di pratica di affari occorrono più che mai al risparmiatore come per seguire con successo una linea di condotta, la cui utilità, subordinatamente a tali premesse, rimane indiscutibile.

6. Alla distribuzione geografica del patrimonio devono, secondo molti, accompagnarsi criteri di reparto scalare rispetto alla sua immobilizzazione. Si ritiene generalmente convenga di collocarne una parte in valori a scadenza fissa, opportunamente graduata, per esser in grado sempre di far fronte

a bisogni improvvisi e di approfittare di eventualità favorevoli. Ugualmente si consiglia di preferire i valori di largo mercato ed immediato realizzo ai meno noti o raramente quotati in borsa, la necessità di vendere i quali importa spesso perdite e difficoltà.

Occorre però accogliere con senso di relatività tali suggerimenti. Sta in fatto anzitutto che, in tempi normali, codesta linea di condotta implica la rinuncia a diversi vantaggi. I valori rimborsabili a breve scadenza non ottengono plusvalenze, nelle fasi di prezzi e di saggio di interessi calanti (come gli anni fra il 1875 ed il 1900); quelli di più largo mercato danno, a parità d'ogni altra condizione, frutti inferiori. Gli impieghi più vincolati ed anche di durata indefinita procurano allora redditi più alti, tendono ad aumentare in valor capitale in base alle rassicuranti previsioni sull'andamento del mercato, e risultano anche di cessione relativamente facile, in urgenze inopinate dei loro possessori. Sarebbe eccesso di prudenza, in tali circostanze, dar loro il bando.

Gioverà tutt'al più tenere una piccola quota (dal 10 al 20 % al massimo) di valori a corto termine, a guisa di riserva prudenziale contro un brusco mutamento di congiuntura.

Nei periodi agitati, invece, quando le incognite si moltiplicano e qualunque previsione diviene incertissima, se non impossibile, la mobilità dei

capitali acquista importanza preponderante, e comunque superiore alla considerazione del frutto. Le difficoltà di realizzo possono crescere, in tali tempi, straordinariamente per ogni specie di beni, ponendo in serio imbarazzo chi abbia d'uopo improvvisamente di mezzi liquidi. Rimborsi periodici di titoli redimibili e, comunque, investimenti brevi ed immediatamente revocabili servono allora a mantenere in equilibrio la propria barca fra l'incoerente e mutevole alternarsi dei venti. Per le stesse ragioni non si adattano a codesti dinamici periodi gli impieghi nominativi, anche se vi siano connessi privilegi considerevoli, specie di natura fiscale.

PARTE SECONDA

Le varie specie di investimenti.

CAPITOLO PRIMO

GLI INVESTIMENTI FONDIARI.

A) I terreni agricoli.

1. È l'investimento tradizionale e classico del passato. Le grandi fortune anteriori al secolo XIX avevano quasi tutte questa base, poichè anche le sostanze accumulate nei traffici si convertivano, appena lo potessero, in beni fondiari, a cui era connesso un alto grado di prestigio sociale. Dalle catastrofi finanziarie dei primi tentativi di diffusione della ricchezza mobiliare, il feticismo per la proprietà agraria era stato rinforzato. La prevalenza data nel Codice Napoleone e nei suoi imitatori al problema della sua tutela giuridica lo conferma. Ed anche quando, collo sviluppo grandioso della vita industriale e commerciale dei tempi nostri, altre forme di impiego divennero comuni, la predilezione pei beni rustici si mantenne sovrana

in vasti strati di capitalisti, ed il concetto della loro insuperata sicurezza non venne meno. Tutta l'aristocrazia e la più gran parte dell'alta e media borghesia d'ogni paese teneva il grosso della sua fortuna in terreni. La dignità del « gentiluomo campagnuolo » costituiva il bastone di maresciallo anche per chi, in occupazioni d'altra specie, avesse raggiunta una riposante agiatezza.

L'esperienza, in sostanza, dava ragione alla simpatia dei risparmiatori per simili collocamenti. Reddito regolare e sicuro; facilità di trovar mano d'opera laboriosa e poco esigente; onere moderato di imposte; un complesso imponderabile, ma non spregevole, di soddisfazioni sociali, morali, estetiche inerenti al possesso terriero, furono, a lungo, gli attributi di tale proprietà, a cui si aggiunse in molti luoghi un lento e costante processo di valorizzazione dei fondi, dovuto alla popolazione crescente, alle migliorate comunicazioni, alla intensificata domanda di terre e di prodotti in rapporto alla crescente ricchezza.

La crisi agraria che colpì l'Europa intorno al 1880 incominciò a compromettere gravemente tale felice situazione. Ma se nei paesi di vita industriale e commerciale più progredita ed intensa l'amore per la proprietà agricola prese da allora a declinare, nelle classi non contadine, con una certa rapidità, esso resistette assai più a lungo là dove il diverso regime agrario, la densità della po-

polazione, il sussidio della protezione doganale vennero a confortare la forza dell'abitudine.

L'*Annuaire statistique* del 1917 riassumeva nel seguente specchietto le condizioni della proprietà rustica in Francia nei sessant'anni che precedono la grande guerra:

Anni	Valore totale (milioni di franchi)	Valore medio per Ea. fr.	Reddito totale (milioni di fr.)	Reddito per Ea. fr.	Indice dei prezzi
1851-53	61.189	1276	1.824	38	107
1879-81	91.184	1830	2.646	52	140
1908-12	61.757	1244	2.057	41	104

Deprezzamento assoluto dunque non c'era stato, in confronto a mezzo secolo prima; ma tutto il progresso realizzato fra il 1850 ed il 1880 era stato abbondantemente riperduto, mentre l'impiego in altri campi aveva sortito esito ben diverso; il che basta a spiegare il pessimismo che si propagò da allora riguardo al possesso di terre. Anche in Inghilterra il prezzo d'affitto medio, che era salito da 11 scellini nel 1800-810 fino a 29 nel 1880, ridiscendeva a 20 verso il 1900. Al contrario, in Germania nessuna flessione si verificò fra il 1880 ed il 1914; mentre nei paesi nuovi d'oltre-oceano il valore delle terre saliva continuamente (D'Avenel dice che, a ogni cader del sole, agli Stati Uniti, la proprietà rurale registrava un rialzo di 17 milioni di franchi).

Anche l'Italia appartiene al gruppo dei paesi in cui le terre, progressivamente e fortemente valorizzate (in talune provincie in misura ingente), furono fino a poc'anzi e sono tuttora ritenute, da molta parte dei ceti superiori e medi, come elementi di sicurezza, di stabilità, e come fonte di entrate costanti se non cospicue, per i patrimoni ordinati e non speculativi.

Convien esaminare obbiettivamente fino a qual punto tale opinione sia oggi fondata su elementi positivi e su ragionamenti corretti.

2. I vantaggi tradizionali inerenti alla proprietà agricola si sono innegabilmente ridotti, ai giorni nostri, sotto l'azione di molteplici fattori. Sono, sommariamente, i seguenti:

a) Mutamento radicale della tecnica agraria, che richiede larghi investimenti di capitale, direzione e vigilanza assidua e competente, gestione rigorosa, di tipo industriale. Ogni nuova crisi accentua l'importanza della trasformazione, relegando ad un piano sempre più basso il vecchio proprietario assenteista, che si illude di poter indefinitamente continuare a trarre un reddito sufficiente dall'affitto a coltivatori altrettanto misoneisti, rifuggendo dalle spese, dalle noie, dalle alie imposte della nuova fisionomia dell'industria agricola.

b) Aumento considerevole e costante del carico tributario. Se in Italia l'imposta fondiaria

erariale non fu aggravata, subirono aumenti formidabili le sovrimposte locali, salite, in 50 anni, nella proporzione da 1 a 10, e spinte, in talune regioni, ad un livello realmente espropriatore.

Il Masè-Dari ha calcolato (1921) che in provincia di Mantova il gravame dell'imposta terreni saliva a L. 133,32 per ettaro, contro una media di sole 32,68 per l'intero regno; ma, nella provincia stessa, l'onere superava le 200 lire in 18 comuni e, in alcuni, giungeva a 249, 278, 289. Il caso però non è isolato nè transitorio, ripetendosi dovunque analoghe condizioni politiche o sociali indussero le amministrazioni municipali e provinciali ad una non dissimile finanza di classe. Il *blocco* delle sovrimposte decretato nel 1924, a cui doveva seguire una progressiva uniforme riduzione perequativa, ha per ora soltanto frenato l'estendersi del fenomeno, senza correggerlo, perchè gli enti locali, spesso dissestati e tutt'altro che in via di radicali economie, resistono con tutte le forze, e chi sa per quanto tempo riusciranno a contrastare l'applicazione dei massimi tassativi che la legge ha prescritti.

Oltre del resto all'imposta terreni, la proprietà fondiaria ne sopporta oggi, direttamente o indirettamente, più altre che concorrono a falciadiare il reddito dominicale. La nuova imposta sul reddito agrario, preventivata per precauzione, in 200 milioni; le tasse bestiame; i contributi di vario

scopo e natura applicati, con rapido crescendo, da provincie e comuni, in ragione appunto del divieto che per ora loro è fatto di ritoccare le aliquote della sovrimposta; la ricchezza mobile, infine, accertata con rigore sempre più inflessibile a carico degli affittuari (che naturalmente ne tengon conto nel dibattere il canone dovuto al proprietario), costituiscono un insieme di carichi imponenti ed a tendenza ascendente, che si risolve in singolare peggioramento della condizione del proprietario di terre. Fu questa inoltre la categoria di contribuenti che più gravemente sopportò, per l'impossibilità dell'evasione, la formidabile falceidia dell'imposta straordinaria sul patrimonio, valutata quasi sempre su dati ipotetici, fonte di infinite ingiustizie. Computando questo prelievo eccezionale, a cui spesso si dovette far fronte con debiti, contratti ad alto tasso per lo sfavorevole momento, non si erra dicendo che l'intero provento dominicale ricavato dai fondi non bastò, da vent'anni in qua, ad assolvere gli oneri tributari d'ogni specie di cui vennero colpiti.

Le spese per le assicurazioni sociali obbligatorie (infortuni, invalidità, disoccupazioni) completano il quadro.

c) Sindacalismo. Dal 1900 in poi la vita delle campagne fu cronicamente perturbata da agitazioni sociali, che, sotto bandiere politiche diverse, ma con intenti, in sostanza, uniformi e costanti,

modificarono profondamente lo spirito e la forma degli antichi rapporti. Dove il regime agrario ne offriva la possibilità, sorsero opposte organizzazioni, il cui costo incide sensibilmente sul reddito. Fra i metodi poi di difesa e miglioramento della mano d'opera, i sindacati escogitarono quello di imporre un minimo di lavoratori da assumersi in relazione all'area, con forte aumento di spesa ed ostacolo alle economie di coltura consentite dai progressi della tecnica. Il complesso delle condizioni, materiali e morali, così create agisce evidentemente in senso contrario alla convenienza e desiderabilità del possesso terriero.

d) *Last not least*. Alterazione profonda dell'ambiente sociale, dovuta alla mutata psicologia della gente campagnuola. Minor laboriosità, diminuita semplicità di vita, aspirazione a godimenti primigeni, scemata forza di coesione delle famiglie, disamorano dalla vita agricola un numero sempre più grande di lavoratori, creando già, in talune zone fino a ieri popolate, una vera carestia di braccia. Il problema di affittare o dare a mezzadria o colonia il proprio podere diviene ivi arduo, e talora preoccupatissimo, come lo è da tempo in regioni intiere della Francia; e la conduzione diretta in economia (specie se trattasi di colture richiedenti assiduo e continuo lavoro) si risolve, per chi non lo compia direttamente e personalmente, in perdita netta, pel prezzo proibitivo che vi raggiunge la

mano d'opera. Naturalmente, dove l'urbanismo rarifica gli abitanti, la contrazione effettiva di offerta si aggrava artificialmente per gli accordi, taciti od espressi, che tendono a ricattare il proprietario, spingendolo a vendere a qualunque prezzo. La mentalità caratteristica del dopo-guerra ha dovunque accentuato assai codesto poco incoraggiante stato di cose.

3. A riscontro delle cause deprimenti che abbiamo enumerate, stanno alcuni elementi favorevoli recentemente migliorati, e cioè:

a) Perfezionamento incessante della tecnica, in quanto, procurando rendimenti più alti, consente di elevare anche il provento dominicale, tanto con l'affitto che nella mezzadria (il forte incremento di canoni che si verificò, dal 1900 in poi, nelle regioni di agricoltura industrializzata provenne appunto da ciò).

b) Progressi del macchinario, che, permettendo di economizzare largamente la mano d'opera, almeno in molte colture, attenuano i danni d'ordine sociale a cui dianzi accennammo.

c) Sviluppo in ogni forma degli organismi cooperativi, che, sottraendo gli agricoltori agli intermediari per la spedizione e la vendita dei prodotti, aumentano il prezzo effettivo che ne ricavano (nei paesi più avanzati: Danimarca, Irlanda, Olanda, Belgio, ecc. gli effetti di valo-

rizzazione dei terreni connessi al diffondersi della cooperazione agraria di ogni ramo furono visibilissimi).

d) Conseguenze liberatrici che, in molti luoghi, derivarono alla proprietà agraria dell'automatico allentarsi del carico ipotecario, negli anni del rapido svilimento della moneta. Dove questo fu spinto fino alla catastrofe, il debito gravante sulla ricchezza fondiaria risultò di colpo annullato, con corrispondente riflesso sul valore delle terre. Parecchi miliardi guadagnarono, a tale titolo, i proprietari tedeschi. Ma anche quando il fenomeno fu contenuto od arrestato, l'estinzione degli oneri potè compiersi a condizioni eccezionalmente favorevoli, ed infatti i mutui verso i crediti fondiari od i privati vennero largamente rimborsati.

Naturalmente si avrà, per le stesse ragioni, un danno anzichè un vantaggio per tutti coloro che contrassero debiti prima o durante la fase riva-lutatrice della moneta.

4. Confrontando ora il passivo e l'attivo dello schematico bilancio, non sembra che, *grosso modo*, il secondo prevalga sul primo.

Dovremo pertanto concludere per la non convenienza assoluta dell'impiego, allo stato attuale delle cose? Sarebbe, credo, pericoloso; e, comunque, eccessivo.

La proprietà rurale conserva, malgrado tutto, parecchie delle solide qualità che le conferirono nel passato un dominante prestigio.

Pei capitalisti modesti che, vivendo soprattutto del loro lavoro, mirano essenzialmente a mettere al sicuro il risparmio faticosamente formato, e che, appunto perchè molto occupati, non hanno agio di seguire con la debita attenzione impieghi più fruttiferi perchè più aleatori, il possesso terriero presenta indubbiamente vantaggi considerevoli. Negli anni critici che abbiamo vissuti, chi seguì fedelmente in ciò i tradizionali precetti dei padri si salvò molto meglio di colui che, allettato da seducenti prospettive di lucrosi realizzzi, procedette a trasformazioni patrimoniali, finite talvolta in una manata di carta inservibile. In simili frangenti la terra rimane sempre un salvadanaio relativamente solido, in cui si possono immettere, con migliorie durevoli e bonifiche valorizzatrici, anche i risparmi correnti, sottraendoli ad altri rischi. In tempi tranquilli poi la terra non ha perduta la grande virtù conservatrice della ricchezza derivante dalla minore facilità di liquidazione minuta, e quindi di sperpero, che, in confronto ad altre ricchezze essa presenta. Alle famiglie assestate, agli incompetenti d'affari, ai non bisognosi di forti redditi immediati, l'investirvi una parte della propria sostanza può quindi tornar molto utile.

Solo sia ben inteso che, dal punto di vista del frutto, l'operazione si presenta assai modesta. Sono rari invero coloro che, nel calcolarlo, tengano congruo conto di tutte le passività da computarsi per ottenere il vero netto. Si trascura, per es., quasi sempre di considerare la necessità di ammortamento delle spese iniziali di trapasso oneroso, da estinguersi in base alle probabilità di durata del possesso. Con l'instabilità di sedi, di convivenza, di occupazioni, di abitudini proprie delle famiglie odierne, calcolare la permanenza di uno stabile in un patrimonio alla media di vent'anni è ipotesi assai larga. Valutando allora (certo sotto il vero) al 10 % del prezzo sborsato l'onere dell'operazione (per tasse, intermediazioni, perizie, visite, ecc.), dobbiamo dedurre dal reddito apparente un $\frac{1}{2}$ % annuo per l'indispensabile reintegro. Di rado pure (specie quando i prezzi salgono) le assicurazioni incendi vengono iscritte in bilancio per una quota sufficiente, rimanendone scoperta una quota virtuale, da sottrarsi anch'essa dal reddito. Porre in disparte un fondo di riserva per evenienze imprevedute risulta altresì necessità indiscutibile. Le perdite eccezionali di raccolti, le crisi, ecc. incidono inoltre abitualmente il reddito dominicale insieme col colonico, per quanto si siano stipulati contratti di affitto che legalmente pongano al riparo da qualunque rischio. Nel fatto, mentre le alee favorevoli non riguardano il proprietario, le dan-

nose lo colpiscono, nell'uno o nell'altro modo, inevitabilmente. Sarebbe dunque imprudente fare assegnamento su redditi cospicui e regolari da questo cespite; non certo adatto ad alimentare un tenore di vita prodiga e sfaccendata.

Qualche compenso ulteriore deriva tuttavia dalla proprietà rurale a coloro che, risiedendovi almeno una parte dell'anno, approfittano direttamente di molti prodotti e raccolti di rado convertiti in reddito monetario, oltre a trarne proventi di soddisfazione, che variano secondo i gusti e le abitudini personali, la località, le epoche. Ma è sopra tutto quest'ultimo ordine di vantaggi che fu gravemente compromesso dalla metamorfosi sociale delle campagne, precedentemente descritta.

5. Quanto finora dicemmo riflette l'impiego in terreni, astrazione fatta dalla possibilità di sfruttarli direttamente con metodi industriali, applicandovi capitali e capacità direttive in misura cospicua.

Il problema è infatti diverso; nè comporta soluzioni o giudizi uniformi, dipendendo essenzialmente da fattori locali e personali di estrema varietà.

In Italia l'impresa agricola organizzata e diretta dal proprietario di terreni ha dato risultati assai dissimili, secondo i momenti e le regioni. Il Mantovano, il Ferrarese, l'Emilia, parecchi distretti della Lombardia, del Veneto, del Piemonte han

visto sorgere e prosperare magnifiche aziende padronali, altamente redditizie. E colture industrializzate di primo ordine si sono moltiplicate in ogni parte della penisola, dove plaghe tradizionalmente desolate o malariche rinacquero, attraverso vaste e tenaci iniziative capitalistiche, a nuova vita. Ma in altri luoghi, e soprattutto là dove condizioni climatiche si presentano più ostili, specie per la siccità incurabile, molte imprese, coraggiosamente tentate e proseguite, non danno, probabilmente, rendimenti normali al lavoro direttivo ed al capitale che vi si impiegano. Delusioni dolorose ebbero poi gli agricoltori ogniqualvolta, giudicando dalla congiuntura momentanea, si lasciarono trascinare a speculazioni molto costose sull'uno o l'altro prodotto. È vivo tuttora il ricordo della dura lezione sofferta dai viticoltori meridionali, quando, infatuati dagli alti prezzi e dalle crescenti domande del mercato francese, devastato dalla fillossera, coprirono di piantamenti frettolosi province intere, che pochi anni dopo, caddero nella più grave crisi. Nè è ad escludere che un avvenire analogo possa attendere quelli che, in località meno specificamente indicate, profondono oggi capitali ingenti, spesso mutuati ad altissimo saggio, per ricostruirne i vigneti distrutti dalla micidiale infezione, facendo assegnamento sulla perduranza dei prezzi rinumeratori ancora praticati. Lo sperimentarono testè, dopo una fase di profitti lautissimi, i

produttori di canapa e di riso. E cadrebbero in uguale errore coloro che, prendendo alla lettera certi seducenti calcoli teorici, si slanciassero troppo fiduciosamente, e senza i debiti mezzi di perseveranza e di attesa, in certe specializzazioni costose e di differito vantaggio, che, pel fatto stesso di una concorrenza troppo estesa, finirebbero per risultare ben poco convenienti. Forse più che ogni altra industria, quella agraria richiede senso di equilibrio, diffidente cautela, e soprattutto competenza, non meno teorica che fattivamente pratica, in chi la esercita. Dedicarvisi con insufficienti fondi propri, contando sul credito, significa abitualmente correre alla rovina; perchè in essa i ricuperi son lenti, irregolari, incerti. Attenderne arricchimenti rapidi e facili sarebbe prepararsi amari disinganni. Soltanto chi vi sia ben preparato, economicamente, tecnicamente, e, oso dire, anche psicologicamente, ne ricaverà vantaggi e soddisfazioni adeguate alla fatica ed al rischio.

6. Gli studi sugli investimenti fondiari terminano, di solito, con qualche previsione circa le probabilità di andamento del valore delle terre nel prossimo futuro. Leroy-Beaulieu, nel 1912, concludeva in senso piuttosto pessimista, sebbene riconoscesse l'esistenza di cause d'ordine assai generale (aumento demografico universale; maggior richiesta di prodotti agricoli, pel dilatato consumo;

attenuazione progressiva della sovra-produzione dei paesi nuovi, la concorrenza dei quali deprime fortemente la rendita in Europa) tendenti a rivalorizzare lentamente la proprietà terriera. Diversamente giudica, scrivendo dopo la guerra, il Miremonde, che, ponendo in evidenza la crescente industrializzazione dei paesi oltre-oceanici ed il fattore demografico, prevede un miglioramento continuo, e predica ai risparmiatori borghesi il ritorno alla terra.

C'è molto di vero, con riferimento all'ora attuale, nel suo punto di vista. Deve dunque dedursene esser consigliabile, non solo la conservazione della proprietà fondiaria a chi la tiene, ma anche il suo acquisto, come impiego di risparmi? Tutto dipende dal momento e dal luogo in cui l'operazione si compie; perchè larghe fluttuazioni si sono ultimamente prodotte e ancora si annunciano nei valori delle terre, che dipendono poi sempre in gran parte da fattori di ubicazione, apprezzabili soltanto da chi ne abbia pratica sicura e minutissima.

Già due secoli addietro Locke notava che nessun bene economico presenta, come questo, delle incongruenze tanto sconcertanti fra il valor capitale ed il netto rendimento. D'allora in poi però tale caratteristica si è fortemente accentuata, sotto l'azione di circostanze economiche e demografiche non meno che psicologiche. La verità è che non

vi ha rapporto fra il prezzo di terre di uguale bontà situate in zone di proprietà molto divisa o di estesi latifondi: in distretti prevalentemente agricoli o industriali; in plaghe di grande o di piccola coltura. L'indole, i gusti, i costumi, le occupazioni della popolazione giocano nella questione una parte preponderante, e ciò non soltanto per abiti o tendenze estranee a un ben ragionato tornaconto, ma anche perchè il rendimento effettivo di una proprietà di questa specie varia realmente in misura sensibilissima con il ceto e le attitudini del suo possessore.

Il piccolo agricoltore paga ad alto prezzo un fondo, per amore atavico alla terra e per diffidenza istintiva verso altri impieghi, sta bene; ma anche perchè sa che in sue mani frutterà infallibilmente assai di più, rimunerando ad un saggio eccezionalmente alto il capitale ed il lavoro che vorrà immetterci. Dove i compratori di tale specie son numerosi, è ovvio che il prezzo dei terreni cresca oltre il limite che rappresenta un tasso di investimento discreto pei coltivatori non diretti; i quali faran bene perciò a tenersi lontani da tali località. Talvolta a poca distanza gli si potrà invece offrire l'occasione di buoni acquisti in stabili poco ricercati, perchè lontani da centri abitati, o meno accessibili, per le dimensioni o il tipo di coltura, alla minuta vendita. In Italia le differenze regionali, provinciali, circondariali e persino comunali fra i prezzi di

vendita dei terreni sono più che altrove altissime (come documentano fra l'altro gli spogli dei prezzi di trapasso ufficiali, pubblicati dal Ministero delle finanze); onde non mancano opportunità di proficui arbitraggi fra zona e zona, per chi, conoscendo a fondo il mercato, voglia aumentare il frutto netto che gli procura un investimento fondiario.

Scriveva egregiamente, studiando il problema agrario ferrarese, il sen. Niccolini: « Il valore venale dei terreni è sempre in rapporto col loro vero valore economico? No. In un primo stadio esso è quasi unicamente influenzato dalla più elementare delle leggi economiche, quella della domanda e dell'offerta, che funziona quasi da sola in quel primo stadio, e può mantenere il prezzo di mercato assolutamente indipendente dal valore intrinseco fondiario. In un secondo stadio interviene un'altra legge economica; quella del normale investimento capitalistico, quello cioè che equilibra la proporzione fra il capitale e la rendita. In un terzo stadio interviene una terza legge, meno semplice, anzi infinitamente complessa, in parte economica, in parte relativa ad una determinata psicologia individuale, in parte relativa a speciali contingenze politiche e sociali: è la legge di differenziazione e di particolare preferenza degli investimenti capitalistici: preferenza che varia secondo gli individui, secondo le classi, secondo gli ambienti, secondo i momenti storici. E tutto questo in linea generale,

perchè nei casi particolari, tutt'altro che infrequenti, il prezzo di « affezione », il « ben mi sta », il colpo di ambizione, e in alcuni momenti il panico non più individuale ma quasi generale per ogni altro genere d'investimento capitalistico, fanno salire le cifre ad altezze acrobatiche ».

La considerazione di tanti elementi da cui dipende il problema ne illumina, d'altro lato, un secondo aspetto oltre a quello della somma varietà geografica: la continua mobilità nel tempo.

La psicologia caratteristica della gente campagnuola influisce anche in ciò preponderantemente, per l'impressionabilità grandissima che rivela alle esagerate speranze ed alle subite depressioni. In periodi, come i presenti, di nevrotico dinamismo, gli sbalzi che ne derivarono ai valori correnti delle terre furono spesso impressionanti.

Allo scoppio della guerra, nel 1914, si ebbe una fase di ristagno e di sfiducia, che continuò, può dirsi, fino al 1918, quando i primi che intuirono le inevitabili conseguenze del crescente deprezzamento monetario incominciarono a far buoni affari comprando i terreni, che i proprietari, infastiditi dalla difficoltà di procurare la mano d'opera, danneggiati dalle requisizioni, dai prezzi d'imperio, dai decreti vincolistici, inquieti per le tendenze legislative e l'indirizzo politico, cedettero, in generale a prezzi assai bassi. Ma si delineò, subito dopo la pace, e crebbe ininterrottamente fino alla pri-

mavera del 1921, una vasta speculazione di comprare e rivendere frazionate, favorita dall'imponente riserva di risparmi accumulati dai coltivatori diretti, affittuari o piccoli proprietari; ed i valori toccarono rapidamente, in molti luoghi, un livello proporzionato soltanto al desiderio intenso ed alla profonda diffidenza d'altri impieghi nei compratori. Quando però la cessazione del prezzo politico del pane, che arrestò la pazza corsa all'inflazione, per un verso, e la caduta di alcuni prezzi (specialmente del vino) per l'altro, calmarono i timori e delusero certe previsioni, si manifestò una stasi, se non un generale regresso, e chi allora volle vendere dovette accettare offerte assai meno favorevoli. L'effervescenza di domanda riapparve nel 1925, allorchè, dopo oltre due anni di sufficiente stabilizzazione, la nostra moneta prese a rapidamente svilirsi, determinando una ricerca affannosa di beni concreti ed a reddito variabile in confronto a quelli di frutto fisso (vi furono giorni in cui, nel Ferrarese e nell'Emiliano, le terre si negoziarono perfino in piazza, alle grida, come un titolo di borsa). Nè può dirsi che la corsa all'aumento si sia arrestata dopo che un freno temporaneo fu posto, dall'agosto 1925 in poi, alla salita dei cambi; la quale del resto ricominciò più impressionante pochi mesi dopo, provocando, nell'estate del 1926, nuove preoccupazioni e più intensa domanda di terre. Un radicale mutamento della situazione recò tuttavia l'annuncio solenne

della politica rivalutatrice, che, traducendosi in un'improvvisa caduta dei prezzi agrari, iniziò nelle campagne una crisi di guadagni e di vendite da cui tutti i calcoli dei compratori di terre a alto prezzo risultarono disorientati. Il mercato si contrasse da allora in una grande scarsità di affari, sensibile, naturalmente, in misura diversa secondo le zone ed i tipi di coltura. Le terre produttrici dei generi più deprezzati (per es. il riso) perdettero di colpo una frazione ingente del loro valore venale, quando pure trovano, nell'ora presente, compratori. Qualche ricerca permane nelle plaghe di minuto appoderamento e di coltura varia, grazie soprattutto alla persistente diffidenza dei contadini per gli impieghi mobiliari, singolarmente accentuata dopo il naufragio di molte banche e la consolidazione obbligatoria dei buoni del tesoro. Una ripresa certo si avrà, dopo ricomposto l'equilibrio dei prezzi e dei costi sulla base di un livello monetario realmente e legalmente consolidato. Ma i prezzi correnti saranno molto probabilmente assai più bassi, in media, di quelli praticati negli ultimi anni, sebbene un poco più alti di quelli di cui oggi si deve accontentare chi sia costretto a vendere.

Basta uno sguardo a codeste alternanze per indicare la linea di condotta che un investitore avveduto ed equilibrato deve prefiggersi in questo campo. I momenti di depressione, nei quali molteplici fattori psicologici concorrono ad abbassare

sotto il limite economico il prezzo delle terre, possono offrire opportunità di affari vantaggiosi, anche se non lautissimi, e sarebbe peccato trascurarli. Le zone di prezzi comparativamente più bassi, ma simili per ogni altra caratteristica ad altre dove il rincaro si è prodotto, vogliono essere studiate e seguite con attenzione, perchè il fenomeno della valorizzazione terriera tende ad estendersi secondo talune analogie che interessa conoscere. Indispensabile torna pure rendersi conto degli effetti che i movimenti monetari — le cui ripercussioni sui diversi valori sono tutt'altro che uniformi — tendono a provocare rispetto a questa particolare categoria di beni. È errore, per esempio, credere che, tutto sommato, l'inflazione abbia favoriti i proprietari fondiari, come tali e in complesso, basandosi su dati frammentari e su casi isolati. Astrazion fatta dalla possibilità momentanea che una parte di essi ebbe di realizzare vantaggiosamente, nelle brevi fasi di caccia ai valori reali che abbiam ricordate, un bilancio patrimoniale sintetico dell'agitato decennio si chiude, anche per essi, con perdita, tenuto conto del reddito derisorio o negativo percepito quasi fino a ieri dai moltissimi vincolati con lunghi contratti di affittamento, e confrontando, sulla base dell'oro e del potere d'acquisto, i canoni di locazione netti ed i prezzi venali dei terreni nel 1913 e nel 1926. La crisi di assestamento in corso li colpì poi più grave-

mente di altre classi di redditieri, essendo le loro perdite state più rapide e di maggior entità di quelle subite da industriali e salariati.

Vero è tuttavia che, in confronto ad altri gruppi di capitalisti, e specialmente ai portatori di titoli pubblici od a frutto fisso, i proprietari di terre, superarono in definitiva quasi incolumi la grossa burrasca. Il che realmente è già molto, in un'epoca nella quale tutte le scelte non possono ragionevolmente assumere a termine di paragone che un largo criterio di meno peggio realistico!

B) *Le aree fabbricabili.*

1. Non vi ha forse investimento che, meglio di questo, abbia dato luogo in molti casi a guadagni tali da colpire le immaginazioni; e ciò non soltanto dopo la formidabile spinta data dalla evoluzione economica moderna alla tendenza urbanistica, ma fin da quando incominciò lo sviluppo di molte città entro i limiti invincibili di ristrette mura o fortificazioni. Nei paesi nuovi poi, dove i centri abitati si dilatarono spesso con fantastica rapidità, il fenomeno procedette talora con ritmo vertiginoso, sollevando le proteste scandolezzate dei sognatori della giustizia economica, tuonanti, come Enrico George, contro l'enormità dei « redditi non guadagnati ». A sentire costoro, basta, per far fortuna, acquistare comunque un terreno su-

scettibile di valorizzazione edilizia e poi dormire fra due guanciali attendendo nella più beata inerzia che il frutto maturi. Mentre il suo possessore riposa il capitale lavora per conto suo e produce frutti, che, accumulati e moltiplicati, si ritrovano dopo pochi anni nel prezzo del realizzo.

La cosa è però assai men facile e men semplice. Nè occorre riflettere molto per rendersene conto.

Convien anzitutto osservare che, se enormi plusvalenze furono effettivamente realizzate in quasi tutte le grandi città, ciò avvenne quasi sempre per aree non comprate in virtù di tale evenienza, bensì possedute, spesso da lungo tempo, a titolo e con scopi affatto diversi. I proprietari di giardini interni, di vasti cortili, di ville o di poderi posti al margine degli agglomerati urbani, che, dopo secoli di immobilità quasi assoluta, presero subitamente ad espandersi spasmodicamente, si trovarono di fatto, senza averci mai pensato, in possesso di una ricchezza, che, in alcuni casi proverbialmente citati, potè toccare altezze favolose. (D'Avenel calcola che un pezzo di suolo parigino trasmesso dal medioevo in poi di padre in figlio, avrebbe fatto guadagnare ai suoi proprietari il 500 per 1). Ma la loro fortuna nulla assolutamente ha di comune con la speculazione di chi, come impiego di risparmi, compri dei terreni fabbricabili per rivenderli con beneficio.

Giova intanto tener presente che la differenza fra il prezzo d'acquisto e quello di vendita è, anche nelle eccezionali e felici circostanze sovra accennate, ben lontano da rappresentare il lucro netto dell'operazione compiuta. Bisogna evidentemente dedurne l'interesse del capitale investito rimasto per molti anni totalmente infruttifero. Occorrono assai meno di 20 anni per raddoppiare il prezzo di acquisto, a un saggio del 5 %. E, facendo il calcolo per periodi secolari, come si verificarono per buona parte delle proprietà realizzate con profitto così ingente, il cumulo degli interessi non percepiti assorbe, in numerosi casi, l'intero incremento. Leroy-Beaulieu ha confrontato il guadagno ricavato da possessori di aree parigine, variamente situate e di pregio diverso, fra il 1860 ed il 1900 con quello di chi alla prima data impiegò semplicemente in rendita francese una somma corrispondente al loro importo, investendone poi regolarmente gli interessi nella stessa forma. Il risultato non è, in media, favorevole ai primi. La conclusione certo apparirebbe alquanto diversa se il periodo considerato non fosse di lenta, ma quasi costante, valorizzazione dei fondi pubblici, come fu quello considerato. Un divario fortissimo però non si avrebbe anche così, se non in congiunture eccezionali.

La vera ed essenziale superiorità del primo sul secondo impiego sta in ciò: che, col medesimo, il

risparmio diviene in qualche modo obbligatorio ed automatico e con maggior probabilità si traduce in definitiva capitalizzazione; ottima caratteristica certo, ma che, d'altra parte, lo rende accessibile relativamente a pochi, soltanto cioè a coloro che, forniti di largo margine di reddito, possono rinunciare a consumarne una porzione considerevole, riserbandone la percezione a un futuro di incerta e lontana scadenza.

2. Prescindendo del resto da riflessi di massima preliminari, fa d'uopo portar l'attenzione sopra gli attributi di straordinaria aleatorietà che le variazioni delle aree dovunque e sempre presentano.

In primo luogo ed in linea generale non è affatto sicuro che il fenomeno dell'afflusso urbanistico, predominante e violento da un secolo in qua, abbia da proseguire dovunque con lo stesso ritmo. Talune modificazioni della tecnica industriale possono tendere a distribuire nuovamente anzichè a concentrare molte produzioni; e lo sviluppo dei mezzi di trasporto sopprime la necessità di risiedere nel luogo dove si lavora. Le attrattive delle grandi città sono infinite; ma hanno contropartite dolorose, tanto più sensibili quanto meglio l'ipertrofia dell'agglomerato si accentua e l'educazione popolare si eleva. Rimane dunque almeno la possibilità che la corsa centripeta spasmodica subisca un rallentamento, se non un arresto.

3. Considerando però il fenomeno in relazione alle località singole, le perplessità si moltiplicano.

Ciascuno di noi ricorda e può citare casi di città, ieri ancora promettentissime, colpite, per mutamento non prevedibile di congiuntura, da subitanea paralisi; accanto ad altre animate d'un tratto da slancio vivificatore. Bastano la prosperità d'un ramo importante d'industria, lo spostamento di una via di comunicazione, qualche vicenda politica per orientare in senso diverso da quanto ragionevolmente era a credersi le correnti demografiche. La lettura comparata dei successivi censimenti riesce, al riguardo, assai istruttiva. Speculare sull'inevitabile espansione di un abitato in base soltanto ai suoi precedenti può condurre pertanto alle più amare delusioni.

A maggior ragione ciò dicasi per le località che devono la loro rapida fortuna specialmente alla moda, od a certe attrattive particolari di clima o di suolo, amenità di paesaggio, qualità igieniche o terapeutiche, ecc. Nulla di più malsicuro e di più mutevole. I monti e le spiagge son pieni di villaggi, già ricercati ed affollatissimi di villeggianti e di bagnanti, ed oggi superati e resi poco meno che deserti dalla nuova voga di stazioni più attraenti, meglio attrezzate, più comode, o, semplicemente, preferite per andazzo o per snobismo. La storia del turismo si concreta in una serie di scoperte e di abbandoni. E poco meno instabile è il movi-

mento dei forestieri, come il confronto fra i suoi centri di convegno prediletti, a intervallo di cinquant'anni, in un paese di tipica attrazione come l'Italia, troppo bene dimostra. Scontare un forte incremento di prezzo per aree di non eccezionali qualità situate in tali luoghi sarebbe molto imprudente. Anche perchè nessun'altra subisce più direttamente le conseguenze delle crisi economiche generali, che, impoverendo l'ambiente, incidono con violenza speciale su codesta domanda di lusso.

4. Se anche, del resto, a qualche pronostico discretamente plausibile si presta l'avvenire di talune città, la cui crescita, dovuta alla situazione geografica particolarmente felice od a circostanze indissolubilmente connesse alle attitudini economiche del territorio od all'ordinamento politico (capitali di Stati o di regioni, ecc.), appare in certo modo consacrata dalla storia, torna sempre impossibile prevederne le fluttuazioni nel tempo immediatamente futuro, il solo che realmente interessa.

Pel motivo infatti già esposto della produttività praticamente tenuissima o nulla degli investimenti di questo genere, e dato che le aree classificate in tale categoria si compran già a prezzi relativamente alti, è indispensabile che l'eventualità del realizzo compensatore non appaia troppo lontana, senza di che l'operazione si risolverà in perdita

secca. Ora noi sappiamo che lo sviluppo demografico ed edilizio dei grandi centri, anche quando nelle grandi linee, sembra continuo, subisce delle forti alternanze e delle lunghe soste, dovute a cause d'indole generale (depressioni economiche che vi si localizzano più acutamente), o ad eccessi di speculazione. Chi comprò aree fabbricabili a Torino nella fase di effervescenza fiduciosa, fra il 1880 ed il 1888, attese poi quasi vent'anni prima di poterle rivendere al semplice prezzo di costo; chi ne acquistò nel 1909-12 incominciò a poterle esitare con beneficio nel 1923-24; e, se ripeté la speculazione nel 1924-25, arrischia oggi di aspettare nuovamente parecchio tempo per rientrare nel suo capitale. Se dei professionisti di questi affari ottennero degli utili attraverso a rapidi trapassi, è raro che il risparmiatore desideroso di trovare per questa via un impiego remunerativo e sicuro non abbia incontrate stupefacenti sorprese.

5. Ma a tale incertezza generale, altre e forse più gravi ne aggiunge la notoria e quanto mai capricciosa incostanza di direzione in cui l'allargamento e l'intensificazione della attività cittadina quasi sempre si svolgono. Il fatto che, per qualche decennio, la fabbricazione si sia spinta in un senso non significa punto che, d'un tratto, non abbia a prendere un cammino totalmente opposto. Riferendoci ancora a Torino, abbiamo visti trascura-

tissimi e rapidamente sviliti i terreni nella regione di Vanchiglia, dopo una moda momentanea che aveva indotti molti a comperarne; la quale si spostò, in un secondo tempo, verso il corso Francia, per poi convergere verso le due piazze d'armi. Il fenomeno talora si spiega con altri, fino a un certo punto anticipabili e valutabili (come la prodigiosa fortuna della *Fiat*, che arricchì per riflesso i proprietari di terreni del Lingotto); ma sovente pure non agiscono che delle simpatie imponderabili, delle preoccupazioni igieniche esse pure variabilissime, un orientamento affatto arbitrario di gusti e di abitudini. Basta il desiderio di novità e di affermazione personale insito ad ogni generazione per far escludere qualsiasi regolarità in questo campo. Una speculazione di non brevissimo respiro offre pertanto un numero grandissimo di incognite, e quindi il massimo di rischi. A meno che, decidendola, non si sia disposti ad attendere indefinitamente, oltre la vita almeno dell'individuo, la valorizzazione che, in un ampio ciclo storico, si spera finisca per prodursi. Ma evidentemente simile calcolo rientra nelle ipotesi eccezionali, estranee di necessità al nostro discorso.

6. Alle considerazioni puramente economiche che sconsigliano, in via normale, questo impiego, alcune particolari ne aggiungono i regimi tributari o legali di certi paesi.

In Italia, ad esempio, la tassa sull'incremento di valore delle aree fabbricabili, applicata con accertamenti presunti sul reddito annualmente « guadagnato », tolse, fino al 1924, ai loro possessori assai più del frutto, già derisorio, che dalla loro provvisoria utilizzazione potessero ricavare, ponendo loro più perentorio il dilemma di chiudere rapidamente l'operazione o di incorrere in gravi perdite (anche perchè, essendo calcolato sulle plusvalenze nominali, l'importo aggravò gli effetti dello svilimento monetario in corso).

Il ministro De Stefani, che providamente abolì l'anti-economico tributo, ne regolarizzò ed inasprì invece un altro, che, non nel concetto ma nelle applicazioni, dà luogo spesso ad un equivalente pericolo. Il riordinamento invero dei contributi di miglioria, sancito dal decreto 18 novembre 1923, autorizza i comuni e le provincie a colpire con un'imposta di aliquota non superiore al 20 % gli incrementi di valore venale dei beni stabili, dovuti a nuove opere pubbliche; lasciando loro la facoltà di stabilire invece un corrispondente concorso obbligatorio nella spesa cagionata dall'opera, fino al massimo di $\frac{1}{3}$ della medesima. Nella prima ipotesi l'incremento di valore tassabile vien determinato in base alla differenza fra il prezzo di mercato quale si sarebbe avuto in assenza dell'opera e quello acquistato ad opera compiuta; nella seconda il valore degli immobili si accerta

unicamente nella sua entità al momento del compimento dell'opera, senza riguardo a quello che essi potevano avere all'inizio della stessa. Ma nella indeterminatezza della formula, nella somma difficoltà di fissare con esattezza i termini del confronto, nell'elasticità di criterio a cui si presta un estimo globale delle proprietà di una data zona in qualsiasi momento, nella trascuranza inevitabile delle infinite differenze speciali che caratterizzano meglio di qualsiasi altro il mercato immobiliare, si nascondono manifestamente gravissimi rischi di abusi, di arbitrii, di soprusi, di sperequazioni, di eccessi confiscatori. Che il timore sia fondato lo conferma (denunziò il principe Pignatelli sulla *Nuova Antologia*, 16 novembre 1926) la fitta gragnuola di deliberazioni commissariali e governatoriali colle quali, da allora in poi, si imposero concorsi di spesa d'ogni specie e misura sotto qualunque pretesto (sostituzione della luce a gas con quella elettrica, varianti nel sistema di inaffiamento; piantagione di un filare d'alberi, ecc.). Ma ben più gravi disposizioni contiene la legge 16 dicembre 1926, che estende allo Stato la facoltà di imporre contributi per le opere compiute a sua cura o col suo concorso, e porta ai $\frac{3}{4}$ del presunto incremento di valore il massimo del prelievo, lasciando al proprietario la sola alternativa di farsi espropriare, non però con le norme del diritto comune, ma con quelle di una legge eccezionale

di spogliazione, come fu quella per Napoli del 1885. È proprio chiaro che, il più delle volte, il contributo supererà considerevolmente il supposto plus-valore, cioè il guadagno effettivo che da una vendita immediata si potrebbe ritrarre, e che i colpiti dovranno tuttavia pagarlo, per non vedersi costretti a cedere l'immobile, rimettendoci assai di più.

Inutile insistere sul pericolo che incombe, a questo titolo, sui possessori di aree, chiamati a fare in gran parte le spese di qualsiasi piano di espansione, prima assai che il medesimo si rifletta realmente in tangibile aumento di ricchezza a loro vantaggio.

Fonte di incognite altrettanto preoccupanti sembra per essi la tendenza, visibile da parecchi anni, di estendere analogicamente, anche dove ne manchi qualsiasi motivo, l'art. 13 della citata legge 15 gennaio 1885 per Napoli, che stabilisce in qual modo debba determinarsi l'indennità di esproprio. Votata, dopo vivissimi contrasti, come provvedimento straordinario di urgenza per una città per la quale la pubblica utilità si manifestava nella sua forma concreta più vitale, quella della salute, quella legge servì spesso nel fatto come strumento di confisca a favore degli enti pubblici affetti di megalomania sproporzionata ai mezzi di cui disponevano, mercè l'applicazione che il Parlamento ripetutamente ne consentì ad altri luoghi ed altri casi (come avvenne per l'apertura ed

allargamento di alcune strade a Torino nel 1889-90, colla spogliazione sbrigativa di centinaia di proprietari). Da qualche tempo però le eccezioni si moltiplicano e divengono quasi la regola, in relazione specialmente alle finalità così dette sociali, ostentate da talune opere. Così accade che possessori di aree che le tennero a lungo infruttifere, contando legittimamente sullo sviluppo edilizio o commerciale della località, se ne vedono d'un tratto privati a prezzi derisori (cioè alla media tra il valore venale ed il calcolo di dieci annualità di fitto, che, pei terreni fabbricabili, equivalgono a nulla), appena ad una cooperativa edilizia, celante la speculazione sotto la veste dell'utile collettivo, viene la velleità di impadronirsene, o piace ad un sindaco legare il proprio nome all'apertura di una passeggiata od all'erezione di una fontana.

I beni economici sottratti, per qualsiasi ragione, al diritto comune si trasformano in materia di gioco meglio che di impiego normale. Allo stato della nostra legislazione, sembra che le aree fabbricabili rientrino in tale categoria.

7. Chi tuttavia, affrontando tanti fattori negativi, vorrà affacciarsi a questo mercato, senza farne parte come professionista specializzato, dovrà quanto meno non dimenticare alcune nozioni tecniche che, trascurate per lo più dai profani, costi-

tuiscono invece l'unico possibile antidoto contro le frodi di cui li circondano gli esperti.

La prima e pregiudiziale consiste nell'aver sempre presente lo scopo che il compratore di un'area si propone; quello cioè di rivenderla presto alle vantaggiose condizioni connesse ad un'attiva domanda.

La forma del terreno presenta, da tale punto di vista, un'importanza non minore della sua generale ubicazione. La figura rettangolare, che permette costruzioni regolari, sembra *caeteris paribus*, preferibile. E così dicasi dell'ampiezza del fronte sulle pubbliche strade, della profondità non eccessiva, della situazione angolare, mediante la quale si posson talora economizzare gli spazi dei cortili (un terreno d'angolo, dice Leroy-Beaulieu, ha facilmente un prezzo dal 25 al 40 % superiore agli altri), ecc. La tecnica e l'ambiente mutati ai tempi nostri, hanno, per verità, resa meno assoluta qualcuna di queste regole tradizionali (per es. le costruzioni industriali, di *garages*, ecc. utilizzano assai bene le aree irregolari e talvolta le preferiscono; i terreni profondi posson esser ricercati per costruirvi case di abitazione di fronte interno più appartato, distante dal rumore e dalla polvere della pubblica via, ecc.). Ma sarà prudente non fare eccessivo assegnamento su tali eventualità favorevoli, sempre piuttosto eccezionali.

Fu pure opportunamente osservato che, in questo mercato particolarissimamente, esiste uno scarto

fortissimo fra prezzi di grosso e di dettaglio, di cui è indispensabile tener conto strettissimo negli acquisti. Se è plausibile, entro certi limiti, la speranza di esitare presto e con vantaggio un'area ristretta, ben situata in mezzo a fabbricati già esistenti ed in un quartiere di prevedibile sviluppo, un terreno vasto e vuoto, intorno al quale e nel quale fa d'uopo anzitutto portare il movimento, la viabilità, la vita, non autorizza pronostici d'alcuna specie, almeno quanto al tempo necessario per trarne un congruo profitto. Pagarlo relativamente caro equivale a tentare a caso la sorte; e ciò anche perchè un blocco alquanto esteso, se non è sottile e fronteggiante per lungo tratto una strada od una piazza, vuol essere percorso da una rete di accessi interni, con perdita notevole di superficie edificabile. Il pubblico talvolta non si spiega squilibrii sensibilissimi di prezzi fatti per proprietà attigue e in apparenze somigliantissime; ma la ragione delle pretese anomalie risiede appunto in codesta particolarità distintiva. La gente del mestiere, speculatori, mediatori, impresari, ingegneri, traggono dalla loro competenza al riguardo frequenti guadagni, sfruttando l'ingenuità di compratori ignari, a cui illustrano le analogie e tacciono le differenze.

Ad evitare, nei limiti del possibile, di cadere nelle loro reti, converrà al comune investitore di escludere dalla sua scelta le aree di valore inter-

medio, su cui più febbrilmente si porta la speculazione, con rischio, in caso di errore, di forti perdite. Meglio lo interesseranno i terreni molto centrali e già molto cari, magnificamente ubicati ed oggetto, anche in tempo di crisi, di continua ricerca (onde è ragionevole la speranza di rivenderli a breve termine con qualche guadagno); oppure quelli in certo modo ancor vergini, di prezzo poco superiore ai fondi agricoli, e posti nelle direzioni presumibili dell'espansione cittadina. Per questi ultimi, stante che se ne acquista molto con poca spesa, l'alea che si corre non è grande, mentre il profitto riesce considerevole, se i presupposti si realizzano anche solo parzialmente.

8. Ma la linea di condotta più tranquilla, per chi miri soltanto a preservare da sbalzi sconcertanti la propria fortuna, consiste, lo ripeto, nel non impelagarsi troppo in simili investimenti. Parecchie delle più grosse crisi che turbarono la vita economica dei maggiori paesi, vecchi e nuovi, ebbero per movente o per occasione la febbre speculativa sulle aree, che raramente si svolse nei termini e secondo le direttive previste. Balzac ha classicamente scolpito nella commovente figura di *César Birotteau* il caso del borghese laborioso, onesto, fiducioso ed alquanto ingenuo, che, dopo essersi procurato con la sana industria una confortevole agiatezza, la compromette d'un tratto e

corre alla rovina prestando ascolto alle profferte lusingatrici di un gruppo di lestofanti parassiti, ripromettenti lucri fantastici dalla compera dei terreni intorno alla *Madeleine*. L'affare è, in sostanza, magnifico; tant'è vero che arricchirà iperbolicamente i successori; ma intempestivo perchè prematuro, e comunque non adatto a chi non possa attenderne l'esito indefinitamente. E così il bravo profumiere fallisce, mentre poco dopo il filibustiere De Tillet diventa milionario.

Dovrà dunque il capitalista nemico dei giochi d'azzardo astenersi sistematicamente dalle operazioni in aree edilizie? Forse la sola forma per lui consigliabile, quando egli si costruisca una casa di abitazione, sarà di comperare e tenere un lotto di terreno adiacente, superiore al suo stretto bisogno e quindi esitabile, presentandosene l'occasione propizia, mentre egli lo utilizza intanto come giardino, cortile, ecc. Sarà una porta aperta alla fortuna; e non condurrà, nella peggiore ipotesi, a perdite rovinose.

C) *Le case di abitazione.*

1. Fu per quasi un secolo l'investimento preferito della borghesia agiata di tutti i paesi, e giustificò pienamente la buona fama di cui godeva.

Fino al settecento le case comuni, anche delle maggiori città, per lo più piccole e mal costrutte, servono quasi esclusivamente all'uso diretto dei loro proprietari, come i palazzi delle classi privilegiate ne albergano il fasto. Gli affitti di locali per abitazione o per commercio non sono certo infrequenti, ma di rado rappresentano la destinazione principale e preventiva dell'immobile, nè la costruzione del medesimo viene considerata forma normale di investimento. Nella parentesi di progresso e di pace precedente la Rivoluzione francese, il largo rinnovamento edilizio che si osserva dovunque avviene invece già in gran parte a scopo e con caratteri locativi, mentre i prezzi delle pigioni, come il D'Avenel ci ha mostrato, si livellano, si regolarizzano ed incominciano a crescere con progressione costante. Aumentano correlativamente le esigenze riguardo ai pregi di distribuzione, comodità, igiene dei locali; ma non in misura tale da controbilanciare i vantaggi assicurati ai proprietari dal rapido sviluppo urbanistico. In complesso, fra il 1820 ed il 1880, alloggi e botteghe rimangono semplici, sprovvisti di speciali servizi (illuminazione, riscaldamento, acqua, ascensori, fognature, ecc.), in rapporto alla semplicità di gusti degli inquilini. Le spese di manutenzione risultan pertanto modeste, non frequenti gli sfritti, per la stabilità dei locatari e la prosperità consuetudinaria dei piccoli e medi esercizi. Le imposte

son basse o addirittura inesistenti (in più d'uno degli Stati riuniti nel 1861 nel regno d'Italia manca totalmente quella sui fabbricati). L'amministrazione dell'immobile non offre difficoltà nè dà gravi brighe; anzi conferisce al padron di casa una certa dignità sociale, attraverso i rapporti personali, spesso discretamente amichevoli, che si stabiliscono coi suoi inquilini. Tutto concorre pertanto a rendere attraente e ricercatissima una forma di proprietà tranquilla, dotata di attributi di distinzione, ed avente la prerogativa di crescere quasi sicuramente di reddito e di valore, senza il menomo sforzo per parte dei suoi possessori.

2. Codesta età dell'oro tende però a modificarsi, con ritmo via via accelerato, nell'ultimo quarto del secolo scorso. Il dilatarsi improvviso dei centri urbani grazie al moltiplicarsi e perfezionarsi indefinito dei mezzi di comunicazione pone d'un tratto a disposizione e portata della comunità cittadina aree lontane, che si coprono come per incanto di nuovi quartieri. Una svalutazione fortissima ne deriva a tutti i fabbricati interni, che non godono di ubicazione eccezionalmente felice riguardo al movimento degli affari od a particolari esigenze locali. Contemporaneamente il mutato tenor di vita, le alternanti prescrizioni igieniche, le sempre più numerose comodità che il progresso della tecnica

in ogni campo escogita pei locali di abitazione impongono costosissimi riadattamenti, che spesso la legislazione municipale sanziona. Il carico tributario incomincia a salire, mentre il reddito netto, di locazione in locazione, si contrae. Una casa, che prima veniva considerata quasi un valore immutabile, almeno per due o tre generazioni, è già classificata vecchia, dopo vent'anni di vita. La concorrenza si accentua fra i quartieri, e quelli oggi di moda non tardano a passare in seconda ed in terza linea.

La vendita di un immobile rappresenta per lo più un problema di non facile, o comunque di non pronta soluzione. Il redditiero sfornito di speciale competenza non è più in grado di amministrar bene una casa d'affitto. La manutenzione, non meno delle pratiche locative, legali, fiscali ne son divenute troppo complicate. Convien delegarne il compito ad un amministratore, che assorbe almeno il 5 % del provento lordo. Gli altri prelievi (per imposte, riparazioni, assicurazioni, sfiti) che non superavano per l'innanzi il 20 %, intorno al 1900 si calcolano dal Leroy-Baeulieu almeno al 35-40, tenuto conto delle riparazioni eccezionali e degli ammortamenti. E fa d'uopo aggiungervi una quota di estinzione scalare delle spese di trapasso, non inferiori fin da quell'epoca, in Francia come in Italia, al 10 % del prezzo sborsato. Tutto computato, il frutto netto diviene così tanto mo-

desto, e la regolarità del medesimo tanto discutibile da sconsigliare al risparmiatore ordinario questo tipo di impiego, meglio adatto alle ristrette categorie di capitalisti, dotati di conoscenze specialissime sui vari elementi del valore e del costo (impresari costruttori, società edilizie, uomini d'affari aventi pratica generica del mercato e della speculazione).

3. Dal 1900 in poi, sotto l'azione del crescente universale benessere, anche le case tendono a riacquistare qualche parte dell'antico favore. La più diffusa ricchezza, consentendo a tutte le classi il pagamento di fitti più alti, incoraggia la costruzione e l'acquisto di fabbricati urbani anche per parte di privati, il reddito netto dei quali ricominciano a salire più rapidamente dei carichi. Sono gli anni durante i quali si compie, per iniziativa di speculatori soltanto in parte professionali, il risanamento integrale dei più vecchi quartieri in quasi tutte le grandi città, ed altri moderni ed eleganti ne sorgono alla loro dilatata periferia. Si ammette generalmente che il frutto del capitale così investito rimane inferiore che in altri possibili collocamenti; ma si apprezzano le attrattive sociali di una bella proprietà urbana, non senza sperare di vederla valorizzata dall'indefinito miglioramento economico dell'ambiente. Le peggiori crisi edilizie, che travolsero nei decenni precedenti tante fortune,

sembrano dimenticate, nell'atmosfera di tranquillità ottimistica che si diffonde. Il mercato delle case, alquanto torpido poco prima, offre sintomi di notevole riattivazione.

4. La guerra mondiale porta però a questo ramo di affari un colpo straordinariamente grave, da cui occorrerà almeno un lunghissimo lasso di tempo prima che riesca a riaversi; e ciò, non per ragioni economiche spontanee, ma per motivi di carattere artificiale, consistenti soprattutto nel peculiare atteggiamento della legislazione verso il medesimo.

La proprietà edilizia europea — dice giustamente il D'Avenel — vive, dal 1914 in poi, sotto un regime che, senza abolirla di diritto, ne ha sospeso di fatto l'esercizio, salvo precarie eccezioni, previste da una regolamentazione oscillante.

Alle dilazioni di pagamento concesse, fin dai primi mesi di guerra, agli inquilini mobilitati di alcuni paesi (Francia, Italia), tennero dietro quasi subito delle leggi generali di « protezione degli inquilini », che sospesero dovunque gli sfratti, calmierarono i fitti, vietarono le esecuzioni legali, soppressero la libertà di contrattare. Le pigioni domestiche risultarono così il solo prezzo che, al momento della pace, non avesse subito pressochè alcun aumento, nei paesi belligeranti ed in parecchi dei neutrali (vedi prospetto a pagina seguente).

PARTE SECONDA — LE VARIE SPECIE D'INVESTIMENTI

PAESI	1914	1918 — INDICI		
		Costo della vita	Alimentazione	Alloggio
Danimarca	100	182	187	108
Francia (Parigi) . . .	100	238	206	100
Inghilterra	100	203	210	100
Italia (Milano)	100	286	321	100
Norvegia	100	253	271	110
Svezia	100	219	265	112

La deroga gravissima al diritto comune veniva giustificata da necessità sociali d'ordine superiore, e dalla speranza di veder presto ricondotto alla normalità il livello generale dei prezzi, mercè appunto la consolidazione temporanea nelle cifre preesistenti di quell'elemento fondamentale di tutti i costi che è la spesa di abitazione. Senonchè altri e più gravi fattori psicologici e politici entrarono ben presto in gioco, per cui la situazione eccezionale si perpetuò. Ben lungi infatti da proteggere realmente ed uniformemente gli inquilini, il privilegio accordato ai locatari attuali non fece che trasferire gratuitamente il diritto di proprietà dai possessori degli immobili a codesta fortunata categoria di persone, che ne trasse subito il miglior partito sfruttando senza scrupoli, con subaffitti, buoni ingressi, indennità di cessione, ecc., tutti coloro che, costretti a cambiar residenza per qualsiasi motivo, facevan ricerche di appartamenti.

L'arresto della fabbricazione, dovuto a molteplici cause, ma certo preponderatamente imputabile al regime vincolistico, favoriva e rendeva sempre più proficua la speculazione. Senonchè il numero dei nuovi proprietari di fatto, la forza delle loro organizzazioni ed il ricatto politico che sotto tutti i regimi seppero esercitare, creano difficoltà particolarissime a spezzarne il saldo monopolio con l'unica misura regionalmente efficace; il ritorno puro e semplice alle libertà locative. Ottennero essi così, dal 1920 in poi, di mantenere dovunque, salvo brevi parentesi e ritocchi poco importanti, la legislazione virtualmente espropriatrice, senza che sia dato scorgere quando potrà tornare ad imperare, anche per la casa, il diritto comune. Nei paesi rimasti estranei alla guerra ed agli Stati Uniti il regime d'eccezione andò via via temperandosi; ma continuò negli altri rigorosamente, riducendo ad un minimo derisorio la spesa di abitazione per tutti i rimasti nelle vecchie case, come una tabellina costrutta dal *Bureau international de travail* ben mostra (v. tabella a pagina seguente).

Quando un capitolo di spesa tanto importante viene così a lungo cancellato dalla contabilità della maggioranza delle famiglie d'ogni ceto, il ripristino del prezzo economico incontra resistenze, che crescono anzichè attenuarsi col trascorrere del tempo. In Francia una legge del 1926 conferma i prezzi

PARTE SECONDA — LE VARIE SPECIE D'INVESTIMENTI

Variazione della percentuale rappresentata dalla pigione in un bilancio famigliare medio.

PAESI	Ante- guerra	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923
Stati Uniti	18,1	17,6	15,6	12,7	11,3	11,7	11,3	16 —	17,4	18,05
Danimarca	14,2	12,2	10,7	9,6	8,4	7,6	7,1	8,5	11,06	11,14
Norvegia	15,7	14,3	11,4	9,01	6,83	7,02	7,6	8,4	10,3	11,4
Svezia	11,9	—	9,2	8,6	6,1	5,6	5,7	5,8	10,2	11,2
Svizzera	10,4	—	—	—	—	—	—	7,03	9,88	9,9
Gran Bretagna	16 —	—	—	—	—	—	7,04	10,95	13,55	13,07
Finlandia	11,8	—	—	—	—	—	4,3	5,4	7,9	10,3
Francia	12 —	—	—	—	—	5,04	3,52	4,3	6,4	7,2
Italia	11,4	—	—	—	3,99	4,07	2,79	3,21	4,86	4,94
Germania	18 —	—	—	—	—	—	—	—	1,15	0,34
Austria	14,6	—	—	—	—	—	—	—	0,12	0,66
Polonia	18,1	—	—	—	—	—	—	1,13	2,23	3,44
Ungheria	18 —	9,14	6,47	4,21	2,54	1,08	0,69	1,06	0,43	0,22

massimi per un altro quinquennio, allo spirare dei quali tutti prevedono che verrà concessa un'altra proroga.

In Italia, dopo un deciso avviamento alla libertà locativa coi decreti del gennaio 1923 e del gennaio 1926, si ebbe nel giugno 1927 la revoca implicita della medesima, col rinnovato divieto di qualsiasi aumento di fitti e la loro fissazione d'autorità nelle controversie.

La condizione dei padroni di casa andò poi continuamente aggravandosi per la tendenza che si manifesta ad estendere i vincoli oltre i limiti primitivamente prescritti. Dai locali popolari si è passati alle abitazioni discretamente signorili, dagli alloggi occupati a quelli vuoti, il prezzo dei quali viene pure sottratto alla contrattazione privata. Tutte le clausole accessorie della locazione, stipulate a favore del proprietario, divengono lettera morta, attraverso la interpretazione sempre più elastica della giurisprudenza. I locali per uso commerciale, che offrono finora un certo compenso alla progressiva diminuzione di reddito dei fabbricati di esclusiva abitazione, incominciano ad essere compresi nelle ultime restrizioni coattive (Italia), mentre sopra i medesimi incombe altrove (Francia) il minacciato riconoscimento della così detta « proprietà commerciale », equivalente al trapasso a favore del bottegaio occupante dell'intera rendita di posizione dell'immobile.

5. Il bilancio complessivo di un padrone di casa si chiude dunque, da oltre un dodicennio in perdita secca. L'immobilità del reddito nominale, mentre tutte le spese rapidamente crescevano, lo ha posto in un primo tempo nella identica condizione di un creditore di somma fissa in epoca di svilimento monetario, privandolo di ciò che costituiva la massima attrattiva dell'investimento che aveva scelto: l'alea cioè delle congiunture favorevoli (compenso alle crisi, pure tutt'altro che infrequenti).

Ma più significativo del danno materiale subito da cotesta classe di redditieri riescono, dal punto di vista che ci occupa, lo spirito e le tendenze che si rivelarono attraverso le misure adottate, nonchè il carattere universale delle medesime. Esplose, in realtà, con l'occasione propizia, in piena evidenza, quell'atteggiamento peculiare ed inveterato della opinione comune, che nega al locatore di case la qualità di fornitore d'una merce necessaria, il cui prezzo si determina sulla base normale della richiesta e dei costi. Tutte le tradizioni medioevalistiche del « giusto prezzo » si unirono imperiosamente nel chiedere si risuscitasse a favore degli occupanti il diritto singolare, dei cui esempi (non meno che dei disastrosi risultati) son piene le legislazioni dei secoli scorsi (in prima linea le pontificie e borboniche). L'interesse privato degli inquilini d'ogni classe, restii a sottostare in ciò come in ogni altra cosa, alla ferrea legge economica,

si manifestò clamorosamente, tanto più deciso e più forte quanto meglio il movimento rispondeva al tornaconto di gente, in parte notevole non affatto proletaria nè bisognosa, e tendeva a danneggiare una categoria di capitalisti male organizzata e sfornita di vera influenza politica. Risultò così chiaramente, se ce ne fosse stato bisogno, la scarsa simpatia di cui godono i padroni di casa, che li espone indifesi a qualsiasi arbitrario diniego della comune giustizia (a Vienna, durante i torbidi del luglio 1927, il primo edificio assaltato ed incendiato dai rivoltosi fu la sede della loro associazione, non ostante che, proprio la capitale dell'Austria sia la città dove il diritto di proprietà è stato virtualmente annullato dai decreti limitatori). La verità è che il sistema di immobilizzare o ridurre le pigioni nominali precisamente quando i redditi monetari degli inquilini crescevano ha fatto perdere a tutte le classi di cittadini la nozione tradizionale della quota di entrate richiesta per l'uso della cosa. Nei bilanci famigliari, questo è divenuto compenso più o meno completamente gratuito, secondo i luoghi. E, contro il processo di riassetto naturale, tutte le forze si mobilitano.

La perduranza universale del regime di eccezione, oltre le millantate ragioni di imperiosa necessità che gli fornirono pretesto, appare assai nettamente nel seguente prospetto, che ne documenta l'estensione e la gravità svalutatrice.

Legislazione sugli affitti di

Stati	Testi legislativi	Estensione applicazione leggi vincolistiche	Regime vigente
Austria	1. 7 dic. 1922	Tutti i locali	Sulla base della metà del fitto del 1914
Belgio	1. 1° gen. 1927	Tutti i locali, salvo i professionali o ad uso misto il cui affitto superava 4000 fr. nel 1914	Aumenti dal 150 al 225 % sull'anteguerra
Cecoslovacchia .	1. 26 marzo 1925	Tutti i locali	Affitti anteriori al 1° aprile 1925: dal 50 all'80 % di aumento; posteriori a tale data dall'80 al 110 %; 150 % per gli inquilini con più di 60.000 corone di reddito o 250.000 di guadagno
Estonia	1. 5 maggio 1927	Si applica solo nella capitale e per gli appartamenti di superficie minore di 54 mq.	Per ogni rublo oro russo d'anteguerra 60 esti-marchi fino al 1° luglio 1927; 100 fino al 1° gennaio 1928; 130 dopo
Francia	1. 1° aprile 1926	Si applica a Parigi e nei comuni con più di 4000 abit., ai locali di abitazione ed ai professionali costruiti dopo il 1914	Pei locali di abitazione aumento del 100 % sugli affitti del 1914; 125 % pei professionali
Germania	1. 24 marzo 1922 e 1° giugno '26	Tutti i locali (salvo qualche locale commerciale)	Pei locali d'abitazione aumento del 110 per cento sull'affitto

31 dicembre 1927.

Osservazioni	Eccezioni al diritto di proroga	Osservazioni	Leggi e proposte per la proprietà commerciale
Es.: un affitto di anteguerra di 1000 corone oro equivale a 500 corone carta, cioè a <i>groschen</i> (prezzo d'una pagnotta)	1° malafede; 2° diritto di ripresa del proprietario, purchè giustificato e procurando analogo alloggio all'inquilino	—	Legge chiesta dalle classi commerciali
Si prevede il ritorno a gradi al diritto comune per 31 dic. 1930	1° malafede; 2° ripresa c. s. per legittimo motivo e con preavviso di 6 mesi	—	Legge in preparazione
—	1° malafede; 2° inquilino con patrimonio di oltre un milione di corone; 3° subaffitto abusivo; 4° ripresa c. s.	—	
Il rublo-oro valeva 190 esti-marchl	1° malafede; 2° ripresa c. s.	—	
Ritorno al diritto comune col 1° luglio 1927; '28; '29; '30 e '31 secondo l'importanza dell'affitto del 1914	1° malafede; 2° demoliz. per ricostr. (in certi casi); 3° subaffitto abusivo; 4° inquilini stranieri; 5° ripresa a certe condizioni	—	Leggi 30 giugno 1926 e 22 apr. 1927, che trasferiscono all'inquilino le plusvalenze risultanti dall'uso commerciale di un locale
In alcuni Stati la legge restrittiva non si applica più	1° malafede; 2° subaffitto abusivo; 3° ripresa c. s.	—	

Segue: *Legislazione sugli affitti al*

Stati	Testi legislativi	Estensione applicazione leggi vincolistiche	Regime vigente
Italia	decr. 16 giugno 1927, l. 21 aprile 1927, 6 maggio 1927, d. 21 giugno 1927	Tutti i locali, salvo gli appartamenti per abitaz. con più di 8 stanze. Divieto però anche per questi di aumento di affitto	fitto del 1914; pei professionali, dal 115 al 140 %, secondo gli Stati, oltre una percentuale pei carichi Pei locali ad uso abitaz. 4 volte l'affitto del 1914 fino a 5 stanze; riduz. del 10 % per gli appartam. da 6 a 8 stanze. Pei locali professionali e commerciali: riduz. dal 10 al 20 % sull'affitto attuale
Jugoslavia	—	Locali occupati da impiegati pubblici o privati o da operai con retribuzione fino a 3000 dinari al mese	9, 12, 15 volte l'affitto d'anteguerra
Lettonia	l. 16 giugno 1924	Locali d'abitaz. costruiti prima del 18 nov. 1918; e certi locali professionali o d'utilità pubblica	80 cent. per rublo-oro d'anteguerra. Pei locali professionali 160 cent.
Lussemburgo	l. 25 feb. 1927 e regol. success.	Nella città di Lussemburgo e di Esch-sur-Alzette, pei locali d'abitaz. professionali ed artigiani	80 % del valore preso come base dell'imposta complementare
Polonia	l. 11 apr. 1924 e 27 marzo '26	Tutti i locali	Dal 5 al 25 % dell'affitto del 1914 secondo l'importanza del locale, con aumenti del 6 % successivi.

31 dicembre 1927.

Osservazioni	Eccezioni al diritto di proroga	Osservazioni	Leggi e proposte per la proprietà commerciale
ai locali commerciali e di lusso			
Le restrizioni non si applicano ai locali dichiarati abitabili dopo il 1° gennaio 1919 Non è indicato il termine del regime eccezionale	Graduazione degli sloggi. Proroga al 30 giugno 1928, salvo le seguenti eccezioni: 1° morosità; 2° immoralità; 3° gravi inadempienze contrattuali; 4° provata necessità di occupare la casa per proprio uso	Vi è inoltre obbligo di consegna dei locali vuoti e divieto di affittare ad un nuovo inquilino a prezzo superiore del precedente	Chiesta dalle classi commerciali
Col 31 dic. 1927 ritorno al diritto comune	—	—	—
—	1° malafede; 2° riparazioni necessarie; 3° ripresa; 4° subaffitto abusivo	—	—
Ritorno al diritto comune: 31 dic. 1927	—	—	—
	1° malafede (morsità, salvo il caso frequente di accordata moratoria)		

Segue: *Legislazione sugli affitti al*

Stati	Testi legislativi	Estensione applicazione leggi vincolistiche	Regime vigente
			fino a raggiungere il 100 %, eccetto per gli alloggi di una sola camera
Spagna	d. 25 dic. 1925 e 7 dic. 1926	Tutti i locali, eccetto quelli il cui affitto mensile supera 1500 pesetas	Aumenti dal 10 al 15 %, più altro 10 % per gli affitti non aumentati negli ultimi anni
Ungheria	l. 1° nov. 1916	Nelle città e pochi comuni rurali, nei locali di abitaz. e misti costruiti prima del 1921. Nessun vincolo per commerciali	Dal 60 al 70 % del fitto del 1914
Bulgaria, Olanda, Portogallo, Romania, Svezia, Svizzera	Vige il diritto comune.		

La generalità del fenomeno, che si manifestò in forma diversa, ma con contenuto sostanzialmente uniforme, in tutti i paesi, culminando per intensità e durata in alcuni (come oggi in Italia), ne sottolinea il valore sperimentale ed indiziario, fornendoci insegnamenti di cui sarebbe imperdonabile non trarne buon profitto.

Supposto invero pure che, maturando le conseguenze inevitabili del regime vincolistico nella crescente paralisi dell'industria edilizia (causa a sua volta di grave depressione generale, disoccupa-

31 dicembre 1927.

Osservazioni	Eccezioni al diritto di proroga	Osservazioni	Leggi e proposte per la proprietà commerciale
Ritorno al diritto comune: 31 dic. 1927	1° malafede; 2° ripresa, per motivo legittimo e pagando indennità pari a 6 mesi di affitto	—	Chiesta dalle classi commerciali
Ritorno al diritto comune 1° feb. 1928	1° malafede; 2° ripresa, ponendo a disposizione dell'inquilino altro alloggio analogo	—	Il governo ha respinto le richieste delle classi commerciali

zione, ecc.), e nella sempre più acuta fame di case a danno dei nuovi inquilini, i vari Stati si decidano a revocarlo per rianimare il mercato delle costruzioni e l'offerta di alloggi, e gli impegni assunti in tal senso non rimangano, come accadde in qualche paese, lettera morta, molto tempo dovrà evidentemente intercedere prima che un investitore prudente si riaccosti con l'antica fiducia a questo tipo di impiego. L'esempio di questi anni ha abbondantemente mostrato che la proprietà di una casa è soggetta ad allee politiche eccezionali ed imprevedi-

bili, che si rinnoveranno, malgrado ogni solenne impegno, ad ogni riprodursi della circostanza propizia. Esposta a crisi temibili, la proprietà edilizia non può ormai più contare ragionevolmente sulle eventualità di corrispondenti compensi, dipendendo, nel valore o nel reddito, dalla demagogia di una campagna giornalistica o dai mutamenti inopinati delle limitazioni che la reggono. Sono perciò innumerevoli i padroni di casa più pacifici e più rispettabili che in questi anni, spinti dal bisogno o disgustati dalla molestia delle continue procedure giudiziarie e dai rapporti litigiosi con invulnerabili e quindi insolenti inquilini, hanno venduti gli immobili a speculatori di differenze od a gente priva di scrupoli per frodare, con qualsiasi espediente, la legge. Soltanto i dubbi circa la stabilità monetaria ne ha distolti altri da separarsi finora da codesti valori reali, anche se divenuti fastidiosi ed infruttiferi. Ma, col risanamento sempre più esteso della circolazione dei principali Stati, la preferenza per altri impieghi non mancherà di accelerare il movimento. Nell'acquisto degli immobili così offerti potrà realizzare qualche buon affare anche il risparmiatore comune, purchè calcoli un tasso di investimento che includa una quota insolitamente alta di rischio. Nè è escluso che un lucro impensato abbia a derivargli da una possibile (anzi economicamente probabile) fine del vincolismo, imposta dalla necessità di por rimedio alla paralisi

delle costruzioni ed al precipizio dei deperimenti. Siamo però sempre, ripeto, nel campo delle incerte ipotesi, ad affrontare le quali occorre che il prezzo di acquisto sia molto conveniente.

Fabbricare nuove case d'abitazione durevoli e solide come impiego riposato e tranquillo di risparmi, fruttanti un provento regolare e normale durante un lungo futuro, è invece cosa che appartiene al passato e che solo potrà consigliarsi dopo che per molti e molti anni, ed attraverso a crisi politiche e sociali gravi, avremo visto restaurato e mantenuto incolume, anche in questo travagliato campo, il regolare impero del diritto comune.

6. I riflessi suggeriti dal problema delle case di affitto non si applicano che in parte a quelle unicamente o prevalentemente destinate all'abitazione del proprietario.

Sopportano queste bensì, come le altre, gli insprimenti di costi dovuti a imposte, spese di manutenzione, ecc.; per cui rimane discutibile se un inquilino favorito dal privilegio vincolistico abbia convenienza a mutar stato divenendo locatore di sè stesso; ma vantaggi d'indole non esclusivamente economica gli costituiscono certo un compenso degno di considerazione all'eventuale maggior spesa.

Una distinzione importante deve però farsi riguardo alla forma in cui avviene il cambiamento,

diversa presentandosi, secondo i casi, la convenienza dell'operazione.

Il possesso di una palazzina, ben costrutta ed ubicata, non eccedente i bisogni del domicilio personale, in relazione alla fortuna ed alla condizione sociale e familiare, rappresenta un impiego patrimoniale abbastanza rassicurante, oltrechè particolarmente gradevole. La spesa di abitazione del bilancio domestico si consolida così e si sottrae alle fluttuazioni del mercato; e, se la scelta del luogo e del tipo fu fatta con criterio, può anche gradualmente elidersi, per le plusvalenze progressive di cui lo stabile è automaticamente suscettibile. Volendosi poi, in caso di strettezze, trarne un provento, lo si può fare a condizioni relativamente migliori che per altri fabbricati, poichè più di rado e meno rigorosamente il regime vincolistico colpì finora questo genere di abitazioni. In Francia si osservò che, mentre il valore venale degli immobili comuni rimase assai inferiore al deprezzamento del franco (appena del 19 al 31% nominali, in 150 casi esaminati dall'Aucuy sulla *Revue d'economie politique* del marzo 1925), quello delle palazzine ben situate salì dal 400 al 500%, muovendosi nello stesso senso ed in proporzione dai rispettivi redditi netti.

A pochi però risulta in pratica accessibile tale impiego, specie nei paesi, come l'Italia, dove i patrimoni alquanto cospicui sono relativamente rari e poco diffuso il tipo di costruzione economica

e modesta, che permette alla borghesia di altri popoli di procurarsi, con spesa non eccessiva, un *cottage* suburbano, semplice ed igienico, ad uso esclusivo della famiglia. Ragione per cui l'ideale della casa propria si è qui concretato prevalentemente in un'altra forma: quella dell'acquisto di un appartamento in un grande fabbricato comune. In questi ultimi anni codesta consuetudine, che prima era tradizionale soltanto in alcune regioni (Liguria), si generalizzò rapidamente, favorita pure dalla disposizione dei vecchi padroni di case, spogliati ed angariati, a cederle, e facilitata da una grandiosa speculazione intermediaria, che, come per le terre, trasse lauti profitti dallo spezzamento.

Dal punto di vista dell'acquirente l'operazione non è svantaggiosa. Per essa la proprietà urbana si adatta alle condizioni economiche e giuridiche dell'ambiente. Cessa di essere un investimento produttivo di redditi monetari, per divenire l'appropriazione individuale di un bene di consumo fondamentale ed indispensabile. Attraverso la medesima il diritto di proprietà, violato dal vincolismo, si rivendica e si consolida.

Occorre tuttavia che le norme della comunione così creata siano chiarissime e tali da eliminare, nella misura del possibile, ogni causa di attrito, di conflitto di interessi, di lite. Il regolamento a cui è soggetto l'alloggio vuol essere attentamente studiato, col sussidio di tecnici competenti, prima di

assumerne gli obblighi con la compera. Il Codice civile regola molto imperfettamente la materia, per es. con l'art. 564, che concede al proprietario dell'ultimo piano la facoltà di sopraelevare; e la giurisprudenza ha rese ancor più deboli le garanzie dei condomini. Fa d'uopo pertanto che, alla lacuna della legge, supplisca l'accordo contrattuale, nel cui difetto l'esperienza dimostra che una proprietà di questo tipo diventa ben presto fonte di guai, di brighe, di pentimenti infiniti.

Ci furono in questi tempi dei capitalisti che comperarono diversi alloggi separati a scopo di investimento, anzichè di abitazione diretta. Se non lo fecero per rivenderli alla prima occasione (nel qual caso la convenienza dipese dalla avvedutezza del calcolo e dalla fortuna), non operarono certo con molto buon senso. Perchè la proprietà di molteplici appartamenti cumula gli svantaggi inerenti a quella di un fabbricato unico con gli inconvenienti specifici delle comunioni edilizie.

Abbiamo detti i motivi pei quali il reddito netto di un caseggiato d'affitto, valutato con congruo riguardo alle passività meno apparenti come alle palesi, deve ritenersi molto modesto. Mentre è ottima cosa assicurarsi l'indipendenza rispetto ad uno dei bisogni essenziali della vita abitando una casa od un appartamento proprio, come impiego patrimoniale il possederne oltre l'uso personale riesce, nell'ora attuale, assai aleatorio. Solo un

tasso di capitalizzazione notevolmente alto può compensare lo svantaggio ed il rischio dell'incerta operazione.

7. Passando alle case di villeggiatura, bisogna premettere che il più delle volte il loro possesso dipende da ragioni extra-economiche, tradizionali, sentimentali, igieniche, naturalmente estranee al nostro ragionamento.

Altri ha notato che tale impiego presentò talvolta plusvalenze eccezionali, quando particolari attrattive, o semplicemente la moda, favoriscono la località prescelta. E fu pure osservato che, essendo essi rimasti quasi dovunque immuni dai vincoli locativi imposti agli altri fabbricati, il prezzo ed il reddito di codesti immobili si mantennero in generale, durante la tregenda delle valute, meglio aderenti alle fluttuazioni del valore della moneta. Il vero è tuttavia che, se vi son luoghi (stazioni climatiche, balneari, ecc.) dove le ville già costruite furono oggetto di particolare ricerca, così da procurare ai loro possessori lucri inattesi, quasi dovunque è avvenuto il fatto contrario, rendendosi sempre più costoso e difficile il mantenimento delle medesime, per la scarsità di personale, l'elevatezza delle imposte, ecc., e non conciliandosi più il soggiorno in molte sedi, men provviste di comode e rapide comunicazioni, con le esigenze imperiose della febbrile vita moderna. L'automobile ha, in

realità, avvicinate le distanze; ma soltanto ad una minoranza ancora esigua tale mezzo di trasporto è finora normalmente accessibile. Onde la ricerca delle ville un poco appartate, delizia delle precedenti generazioni, tende a restringersi ogni giorno più. Si aggiunga che, per queste proprietà meglio che per ogni altra, imperano il gusto ed il capriccio personale, eminentemente imponderabili e mutevoli. Il piacere di costruirselà costituisce per molta gente l'attrattiva principale di una casa di campagna, anche se ciò importi una spesa doppia che per comperarla. In nessun ramo poi di costruzione la genialità degli architetti e degli ingegneri si esercita come in questo nella creazione e sperimentazione di sempre nuovi tipi, esterni ed interni, la voga dei quali svaluta automaticamente e continuamente i precedenti.

Se dunque il possesso di una villa non sproporzionata ai propri mezzi può considerarsi simpatico complemento di una saggia distribuzione patrimoniale, per le soddisfazioni di altro ordine che procura, l'investirvi capitali a scopo di guadagno deve ritenersi operazione sommamente aleatoria, a meno che si tratti di occasione straordinariamente favorevole e di località di sicuro avvenire, anzi di florido progresso già in atto (come per chi comprò, a prezzi derisori, durante la guerra, sulla Costa Azzurra od in certe stazioni svizzere di fama mondiale).

8. Da quanto si è detto risulta che, complessivamente, la proprietà fabbricata attraversa una crisi, economica e giuridica, che consiglia le massime cautele a chi intenda impegnarvi la propria sostanza. Ma altre cause di perplessità sorgono dalla sempre più rapida e radicale trasformazione della vita moderna, dalle crescenti difficoltà del servizio domestico, dal profondo mutamento di talune abitudini, che influiscono sulla richiesta di case, in senso quantitativo e qualitativo. Nelle grandi città americane, l'abitazione di una famiglia borghese è ridotta al minimo indispensabile per il riposo e la consumazione di alcuni pasti, spesso procurati da imprese apposite o cooperativamente. I mobili son pochi, piccoli, a più usi, per economia di spazio. Di servizio privato non vi è traccia. Pei convegni, c'è il *club*; per lo studio o la lettura, la biblioteca pubblica; per le malattie, l'ospedale. Il tipo tradizionale di convivenza domestica, sul cui presupposto è in tanta parte ancor foggiate la figura normale dei nostri appartamenti, tende ad essere rapidamente relegato fra i ricordi preistorici, almeno per la grande maggioranza delle classi medie cittadine. Se la civiltà industriale recherà anche da questa parte dell'Oceano (come sintomi numerosi annunciano) queste sue estreme, invero poco simpatiche, conseguenze, l'offerta di case dovrà subirne una radicale trasformazione tecnica, colla necessità di costosi e difficili adattamenti nei

fabbricati preesistenti, automaticamente svalutati. La prospettiva, non punto fantastica, merita di essere tenuta in conto nel calcolo di convenienza degli attuali investimenti.

D) *I mutui ipotecari.*

1. Molte considerazioni relative agli immobili si applicano, per riflesso, ai mutui garantiti da ipoteca sui medesimi.

Ricercatissimi nel passato, e definiti impiego tipico di tutto riposo, han perduto anch'essi assai nella pubblica estimazione dopo che il valore dei pegni su cui riposavano subì tante vicende. Ma effetti ben più disastrosi ebbe a lor danno lo svilimento monetario, che li colpì in pieno, senza speranza di difesa o di rimedio.

Come tutti i creditori di somme fisse, il mutuante ipotecario non ebbe modo di sottrarsi alle conseguenze del fenomeno, con l'aggravante, nel suo caso, della impossibilità di liberarsi in tempo, sia pure con grande perdita, mediante un risconto. Vincolato ad un rimborso a data fissa, egli vide assottigliarsi e svanire di giorno in giorno il suo avere, talvolta fino all'annullamento quasi totale (come in Germania, in Austria, in Polonia). Gli interessi che percepiva rappresentavano, di scadenza in scadenza, un valore minore. E, dove si iniziò un processo rivalutatore della moneta, egli

non potè impedire all'accorto e vigile debitore (salvo che vi ostasse una clausola contrattuale) di estinguere anticipatamente l'obbligazione, mentre ancor perdurava un forte svilimento. Le banche ipotecarie tedesche, le casse di risparmio, gli istituti di credito fondiario, che investivano in tale forma la maggior parte dei loro capitali e depositi, si trovarono in pochi mesi in istato di nullatenenza, peggio che di fallimento. Adatti ad epoche tranquille, di sicura stabilità monetaria, e di valori durevolmente uniformi, questi impieghi offrono dunque eccezionali pericoli nei periodi di dinamismo economico, accentuato e sconcertante.

2. Indipendentemente poi da qualsiasi motivo contingente, un equo apprezzamento dei mutui deve ascrivere al passivo, anche in tempi normali, l'immobilizzazione non mai breve e praticamente irrevocabile di capitale che essi significano. La cessione del credito è sempre difficile e, quanto meno, molto onerosa, ben poche essendo le persone desiderose di riscattare delle ipoteche. Non v'ha impiego di più problematico realizzo, in caso di bisogno urgente. Onde l'adottarlo implica, nella migliore ipotesi, la rinuncia a qualsiasi eventualità inaspettatamente favorevole che, in sì lungo intervallo, abbia a presentarsi.

Se, nel contempo, l'andamento generale dei prezzi è al rialzo, il creditore riceverà, alla scadenza

una somma inferiore in potere d'acquisto a quella imprestata. Se tende invece a ribassare, guadagnerà qualcosa; ma meno di quanto avrebbe ricavato con un altro collocamento, pure « di pieno riposo ».

Valga un esempio. Tizio impiegò nel 1870, 100 mila lire in ipoteche. Alla scadenza, nel 1896, il potere di acquisto delle medesime era sensibilmente superiore; egli lucrò pertanto circa il 30 %. Intanto però Caio adottò, alla stessa data, 100 mila lire comprando rendita consolidata, al corso di 57, che, nel 1896, al corso di 93, ne valeva 159 mila, le quali, alla loro volta, avevano un potere d'acquisto del 30 % superiore ad una pari somma di 25 anni prima. Il beneficio del secondo fu pertanto, a doppio titolo, incomparabilmente maggiore. L'impiego ipotecario pone dunque a carico del creditore tutte le allee sfavorevoli mentre lo priva delle altre.

La scarsa convenienza dell'investimento non ha d'uopo, dopo ciò, di essere maggiormente illustrata. Il che equivale a dire che, se, malgrado tutto, taluno vorrà praticarlo, dovrà premunirsi con patti particolarmente restrittivi e prudenti.

Il pegno di certi immobili deve, primamente, essere escluso *a priori*. Un'officina, una villa, una palazzina, un terreno di coltura specializzata e costosa, un'area fabbricabile offrono troppe incognite di valutazione e troppe sorprese per costi-

tuire una garanzia seria; a meno che non vengano stimate — come prescrivono taluni regolamenti di istituti di credito fondiario — in base a precisi dati di valore intrinseco, indipendente dalla destinazione attuale e dalle vicende di congiuntura. Anche per gli altri stabili poi (case d'affitto o fondi agricoli di reddito noto, attestato da buoni contratti d'affittamento) è regola comune che la somma imprestata non superi la metà del valore cauzionario rigorosamente calcolato. Il margine, che sembra assai ampio, risulta però in pratica ancora insufficiente, ove si tenga conto delle fluttuazioni dei valori venali, dei deperimenti che può subire nell'intervallo l'immobile gravato e di un complesso di passività diverse inerenti al rimborso. In dieci anni, durata media approssimativa dei prestiti privati, una casa d'affitto subisce generalmente, come vedemmo, una svalutazione naturale che può salire ad una percentuale considerevole, se il proprietario (come più spesso avviene per gli indebitati) non spenda annualmente somme sufficienti per ripararla ed « aggiornarla ».

Succede poi frequentemente che l'estimo primitivo superi il vero valore venale, sempre assai difficile da calcolare *a priori*; per cui, credendo di imprestare il 50 %, si giunge facilmente senza avvedersene al 60 od al 70. Nel caso inoltre di ritardato pagamento di una o più annualità di interessi, il nuovo credito si cumula col principale,

indebolendo di altrettanto la garanzia assunta. Venuta infine la scadenza, e verificandosi l'eventualità dell'insolvenza del debitore, le spese legali dell'esecuzione forzata (che posson essere proporzionalmente molto alte) accrescono ancora il passivo. In realtà è comune il caso di mutuantipotecari costretti a tenersi il pegno, dopo una procedura di espropriazione che non copre tutto il loro credito. Essi divengono così compratori a data incerta, per un prezzo fissato parecchi anni in anticipo, e verosimilmente superiore a quello che avrà lo stabile al momento dell'entrata in possesso. E se questo coincide con un periodo di depressione, che incida fortemente sui redditi, la perdita può essere rilevantissima. Il *Crédit foncier* francese, ricorda Leroy-Beaulieu, segnò spesso cifre considerevoli al passivo del suo bilancio, a tale titolo. E non fa d'uopo rievocare l'esempio, ben più grandioso ed istruttivo, delle ingenti immobilizzazioni che minacciarono la vita stessa delle banche di emissione italiane, quando, fra il 1880 ed il 1890, esse si impegnarono e a fondo in operazioni ipotecarie su stabili, che fu loro impossibile poi realizzare, mentre, per un complesso di avverse circostanze, non davan che utili derisori.

Una meticolosità scrupolosa e diffidente nella valutazione cauzionale del pegno (per la quale non conviene rimettersi ciecamente al solo parere di intermediari, anche esperti); una attenzione

costante a non lasciar cumulare le rate di interessi scadute; la pronta decisione, alla prima insolvenza, della procedura risolutiva, costituiscono dunque precauzioni elementari per chi voglia o debba avventurarsi in questo ramo di affari.

Sembra superfluo, dopo ciò, aggiungere che imprestare su seconda ipoteca rappresenta un aggravante di rischio ed una menomazione di libertà di movimenti assolutamente sconsigliabile.

3. La simpatia pei mutui ipotecari dipendeva nell'ante-guerra, anche dal fatto del frutto leggermente superiore (del $\frac{1}{2}$ o 1 %) che essi procuravano, in confronto ai buoni valori mobiliari; elemento non trascurabile in tempi di danaro a buon mercato. Lo stesso motivo induceva più d'uno a partecipare, con accomandite o prestiti, ad imprese private, industriali, commerciali od agricole. Ma fin d'allora lo si giudicava pericolosissimo, salvo pei tecnici specializzati (p. e. per un commerciante che collocasse i suoi risparmi anche in altre aziende a lui ben note, rispetto alle quali possedesse informazioni complete e perfetta competenza).

Oggi, con l'enorme massa e varietà di titoli immediatamente negoziabili che si offrono al capitalista, e col frutto assai remuneratore che la maggior parte di essi procurano, il risparmiatore comune che si lasci vincere dall'eloquenza suggestiva di chi, volendo lanciare un affare, lo invita ad en-

trarvi, non avrà la menoma ragione di lagnarsi se, dopo poco tempo, la sua quota di conferimento sarà evaporata, senza lasciar traccia di sè.

L'ambiente commerciale, non certo moralmente migliorato dalla guerra in poi; il violento dinamismo succeduto alla relativa tranquillità e consuetudinarietà delle vecchie aziende; il moltiplicarsi inaudito delle sorprese e degli imprevisti, economici, politici, sociali, rendono le operazioni di finanziamento privato delle imprese sempre più inadatte ai capitalisti, che non ne facciano professione esclusiva ed abituale, come certe categorie di banchieri.

E) Altri impieghi reali.

1. Fino al 1914, parlare di convertire in beni non fruttiferi una parte del proprio patrimonio superiore all'uso diretto che di essi beni si volesse o potesse fare sarebbe parso un assurdo. Le vicende successive però, e lo stato di insicurezza economica e giuridica procurato dalla moneta avariata hanno rimesso di moda anche codesto arcaico sistema di conservazione della ricchezza. E convien ammettere che coloro i quali lo adottarono non ebbero, in generale, durante l'inflazione, a pentirsene.

Ragionando però nel presupposto che l'ecces-
zionale stato di cose stia ora, per quanto lenta-

mente, liquidandosi, e che necessità superiori all'arbitrio umano ci restituiscano condizioni di scambio meno isteriche, riprendon valore tutti gli argomenti contrari ad una pratica, per la quale occorrono, quanto meno, nozioni ed attitudini tutt'altro che facili o comuni.

Comprare merci per rivenderle, lucrando plusvalenze o semplicemente non incontrando perdite, fu semplice e gradita cosa finchè l'aumento incessante e rapido dei prezzi assegnò premi nominali inaspettati a qualunque detentore di beni concreti. Anche allora però guadagni considerevoli toccarono soltanto ai commercianti specializzati in codesti affari; mentre, pei profani, il prezzo generalmente sborsato (per incapacità e pagamento di commissioni), le spese di deposito e di conservazione, di assicurazione, i deperimenti, la scelta in tempestiva della data di vendita convertirono non di rado in perdita l'utile sperato. Per lo più poi il rovesciamento di congiuntura avvenne tanto inopinatamente, da rendere impossibile di liberarsi degli *stock* conservati prima che i prezzi ne precipitassero. In Italia, dal 1920 in poi, erano numerosi, fra gli altri, gli agricoltori che, diffidando delle sorti della moneta e della solidità delle banche, ma contando sul sostegno dei mercati dei prodotti, non si affrettavano a venderli, accumulandone spesso delle riserve ingenti. Resistettero essi ancora, sperandola momentanea, alla diminuzione dei

prezzi che si delinearono nell'autunno 1926, in seguito alla rivalutazione della lira; e si indussero soltanto a vendere quando, alcuni mesi dopo, si ebbe il tracollo. Il grano, il riso, il bestiame valevano allora circa la metà di un anno prima; e la offerta disordinata dei produttori impazienti di realizzare quanto eran stati prima riluttanti a cedere concorse a deprimere i prezzi. L'esito del calcolo fu dunque tutt'altro che brillante.

Col ritorno di una moneta relativamente stabile e di condizioni politiche che rassicurino sulla validità dei rapporti giuridici normali, nessuno penserà certo più a ripetere l'esperimento.

2. Una forma caratteristica di impiego in cose è quella, pure assai diffusa ai giorni nostri, dell'acquisto di oggetti d'arte, mobili, gioie, ecc.

In patrimoni di considerevole entità, una quota relativamente piccola può opportunamente assumere tale figura; che rappresenta indubbiamente una misura precauzionale contro eventualità fortunatamente rare, ma non da escludersi tassativamente (in Russia i superstiti borghesi delle ecatombi bolsceviche si salvarono da morir di fame vendendo, a uno a uno, gli oggetti che ornavano le loro case e le loro persone; in Germania ed in Austria, durante la crisi di inflazione, le più distinte famiglie si difesero in ugual modo contro la totale indigenza).

Singularmente però si illuderebbe chi pensasse di ricavare da questo cespite un qualsiasi utile, ricorrendovi sistematicamente, a scopo di speculazione. Non v'ha, in realtà, ramo d'affari che richieda competenza più squisita per evitare sconcertanti sorprese. Le gioie comprate da un profano gli costano almeno il doppio di quanto, a sua volta, potrebbe ricavarne. E sul mercato delle opere d'arte, dei mobili antichi, ecc., prospera una frode grandiosa ed abilissima, da cui gli stessi uomini del mestiere non sono affatto sicuri di difendersi. Riempirsi la casa di simile roba, con la speranza di sottrarre il proprio avere alle alce degli impieghi consueti è ingenuità che molti han scontata amaramente; anche perchè, volendo realizzare, le spese degli intermediari, l'attesa dell'occasione, ecc. riducono in misura ignota l'effettivo provento. Ed alla rovina si aggiunge spesso il ridicolo per la saccenteria canzonata. La sorte sfortunata del protagonista della *Famiglia dell'antiquario* è classica lezione, che ai dilettanti di anticaglie d'ogni secolo e d'ogni paese gioverebbe assai mandare a mente.

CAPITOLO SECONDO.

GLI IMPIEGHI MOBILIARI.

A) *Caratteri generali.*

1. Dal confronto generico che abbiain premesso circa le ragioni di preferibilità rispettiva dei beni immobili e mobili sono risultate abbondantemente le ragioni per le quali, nella società moderna, i secondi godono di crescente favore e tendono a coprire campi sempre più estesi della pubblica ricchezza.

Se non che il moltiplicarsi con rapidità fantastica di codesti segni rappresentativi e l'indefinito differenziarsi dei loro tipi va aumentando correlativamente a tal punto le difficoltà di conoscenza e di scelta, da rendere il risparmiatore immensamente perplesso nell'accoglierne la molteplice ed eclettica offerta. Una classificazione non troppo empirica della innumerevole folla riempirebbe da sola molti volumi. Ma anche da un semplice raggruppamento in alcune essenziali categorie emergono alcuni distintivi peculiari che posson offrire sufficienti criteri di orientamento. Rimanendo sempre ben inteso che la decisione pratica dovrà, caso per caso, fondarsi sopra un'ulteriore esame informativo e tecnico, diretto ed analitico, quale

nessuna guida generale può presumere di fornire in così delicata, ed in gran parte misteriosa, materia.

2. A due grandi gruppi principali suole tradizionalmente ridursi la figura giuridica dei titoli costituenti il mercato finanziario mondiale: quelli a reddito variabile e quelli a reddito fisso.

I primi sono quote di partecipazione ai benefici delle imprese che li emettono; i secondi crediti per una determinata somma in moneta legale, portanti interessi regolari ed immutabili.

Entrambe le categorie si dividono in più sottogruppi.

I valori a reddito fisso sono pubblici o privati, perpetui od ammortizzabili. Oggi quasi soltanto gli Stati emettono ancora, abbastanza frequentemente, dei primi, che loro conferiscono il diritto di non rimborsare mai il capitale, ma in pari tempo di riscattarlo a volontà (talvolta dopo un certo numero di anni dalla emissione), offrendo la restituzione del capitale nominale, spesso con opzione di un altro titolo a interesse minore (conversione). Più comune però è l'uso dei prestiti redimibili, a cui largamente ricorrono enti pubblici ed imprese private. Abbiamo così tutta una serie di codesti titoli, secondo l'indole dell'ente debitore ed il tempo e la forma del rimborso (tutto insieme, a data fissa, come nelle compagnie ferroviarie

americane; oppure a volontà del debitore, fra due date contrattualmente prescritte (Stato Nord-Americano); o ancora secondo un piano di ammortamento scalare, per estrazioni o per rate annuali in aggiunta agli interessi (sistema preferito in Europa).

I diritti dei portatori di titoli a reddito variabile differiscono invece profondamente, secondo che si tratti anzitutto di azioni o di quote di fondazione.

Gli azionisti percepiscono un dividendo, che può venir loro corrisposto in due rate, la prima delle quali per lo più fissa e rappresentante l'interesse al saggio normale del capitale conferito (al corso di emissione), la seconda variabile, come costituente una porzione effettiva di profitto.

Le quote di fondazione, inventate dalla *Compagnia di Suez* per ricompensare i suoi iniziatori e d'allora in poi assai diffuse, rappresentano dei vantaggi senza versamento di capitale, e senza diritto a rimborso, riconosciuti ai creatori od ai primi collaboratori di certe imprese; non ricevono quindi che la parte degli utili che può considerarsi vero profitto. Talvolta il diritto a partecipare alla distribuzione incomincia soltanto oltre un dato percento, che può superare considerevolmente il saggio di frutto normale (i fondatori della *Società Edison* non ottengono nulla finchè ciascun azionista abbia ricevuto 30 fr.). In caso di scioglimento della società le quote partecipano al riparto dell'attivo eccedente l'importo del capitale azionario.

Assomigliano in ciò alle azioni di godimento (quelle il cui capitale è stato integralmente rimborsato); ma, a differenza di queste, sono sprovviste di voto alle assemblee generali, e quindi non intervengono a decidere i profitti che loro competono, dipendendo questi dalle deliberazioni dei soli azionisti, salvo osservanza dello statuto sociale.

Nelle azioni si distinguono le ordinarie dalle privilegiate; le quali ultime possono esserlo a diverso titolo.

Hanno per lo più diritto ad un dividendo minimo garantito, da prelevarsi sugli utili prima che alle altre azioni sia assegnata la parte che loro spetta. E godono generalmente della stessa prerogativa nel reparto finale, per scioglimento. Sono dunque qualcosa di intermedio fra l'azione e l'obbligazione. Non sempre quindi l'apparente vantaggio deve considerarsi assoluto. Perchè può avere per contropartita delle limitazioni importanti di altri diritti (spesso, per es., le azioni privilegiate partecipano in misura minore alla parte d'utili che supera il loro minimo, e sono allora dei titoli dotati di un margine di valorizzazione molto ridotto, se la società fa affari brillanti). Agli Stati Uniti, la esagerata emissione di titoli di tal fatta fra il 1907 ed il 1912, ne rivelò più d'un inconveniente pei loro portatori.

Un'altra forma di privilegio conferito a certe azioni consiste nel diritto a più d'un voto nelle

assemblee (azioni a voto plurimo). Il sistema, che tende a mantenere il dominio nelle mani del gruppo detentore di una minoranza numerica di titoli, è largamente praticato nei paesi di maggior sviluppo industriale. In Italia la giurisprudenza ha risolto finora in vario senso il quesito se esso sia compatibile col disposto del Codice commerciale vigente; ed il problema è stato ampiamente dibattuto dalla commissione che ne prepara la riforma. Parecchie grandi società lo hanno tuttavia adottato e lo praticano, in forma più o meno palese. Differiscono pure i pareri circa la convenienza, pel comune azionista, di entrare in una combinazione, che lo priva dei poteri normali di direzione e di controllo. C'è chi ritiene che suscitando in questo modo la diffidenza del pubblico, e quindi allontanando le simpatie degli investitori, le società così costituite finiranno per fare il proprio danno; ma si risponde d'altra parte che anche gli azionisti ordinari guadagnano se l'azienda acquista solidità maggiore, con la continuità di direzione preservata dai colpi di mano a base di denigrazioni irresponsabili delle assemblee ugualitarie. Per lo più poi essi ricevono dei compensi concreti, prescrivendosi che i titoli a voto plurimo non possan percepire utili se prima non ne furono distribuiti, in misura uguale o superiore, agli altri. È difficile dire chi degli avversari o dei fautori del metodo abbia assolutamente ragione; ciò dipendendo soprattutto da

elementi di fatto, da valutarsi caso per caso. Certo è soltanto che nell'acquisto dei valori di simili aziende, si impone una cautela specialissima ed un esame, più del solito rigoroso, della situazione tecnica e della rispettabilità e competenza dei dirigenti.

3. Tanto le azioni che le obbligazioni possono essere nominative od al portatore.

I vantaggi delle prime, consistenti soprattutto nella sicurezza contro le perdite, distruzioni, furti, ecc. e nella grande comodità di percezione degli interessi e dividendi (che l'ente debitore rimette spesso direttamente al titolare) loro hanno procurato a lungo, in taluni paesi (Inghilterra) una preferenza assoluta; mentre in altri, malgrado gli sforzi dei governi per diffonderne l'uso anche con privilegi tributari (come l'imposta italiana del 15 % sui dividendi, ora abrogata), si attribuì sempre maggior valore alle doti di pronta trasferibilità e specialmente di segretezza dei titoli al latore. Le simpatie per questi ultimi e la loro diffusione non fece che crescere, col perfezionarsi dei mezzi di custodia offerti dalle banche (cassette di sicurezza, *dossiers* in amministrazione, ecc.) da un lato, e con la crescente pressione ed inquisizione fiscale, che assegna un pregio sempre maggiore alle forme di ricchezza suscettibili di occultamento. Dove, come in Italia, la condizione del contribuente divenne più critica, bastò l'annuncio che si voleva rendere

obbligatoria la nominatività dei titoli per determinare una flessione fortissima nei loro corsi, ed un marasma dei mercati che non cessò finchè non fu espressamente revocata l'imprudente minaccia. Ma un modo di vedere analogo si osserva ovunque sul continente europeo. Ciò influisce, per riflesso, nota il Withers, a modificare le tendenze e le consuetudini anche nei paesi finora più fedeli alla nominatività, come l'Inghilterra; la quale, per potersi mantenere in contatto coi mercati che fanno domanda preferenziale od esclusiva di titoli al portatore, è spinta ad imitarne i metodi. Ivi pure del resto agiscono le cause generali che, dal 1914 in poi, hanno aumentata in sommo grado l'importanza del requisito di liquidità nella composizione del patrimonio.

4. Il grado di preferibilità specifica dei singoli valori, come le loro ulteriori distinzioni economiche e giuridiche appariranno meglio dall'esame analitico delle principali categorie.

Fa d'uopo però premettere intanto che la scelta dei medesimi essenzialmente dipende dall'indole, stato, capacità, mezzi del risparmiatore che la decide. L'infinita diversificazione dei titoli mobiliari forma una scala di reddito nominale via via più incerto, a mano che si passa dalle rendite ed obbligazioni alle azioni privilegiate, alle ordinarie, alle azioni di godimento, alle quote beneficiarie.

Ma, appunto per ciò, nel vastissimo e straordinariamente vario mercato, si trova merce adatta a tutti gli scopi ed a tutte le psicologie. Non esiste titolo buono o cattivo in senso assoluto e per tutti; ma quello che giova allo speculatore non è consigliabile al redditiero, e quello opportuno pel possessore di larghi capitali può presentare gravi inconvenienti pel risparmiatore modesto. Interessi, rischi, scadenze, costituiscono elementi di superiorità positiva o negativa in ragione delle speciali esigenze individuali, a cui deve ispirarsi, con serena obbiettività introspettiva, il giudizio di ciascuno.

Fino a pochi anni addietro le autorità finanziarie più reputate solevano distinguere i valori, secondo le qualità intrinseche, in fondamentali, complementari (*d'appoint*) e di speculazione. Attribuivano ai primi quelli che univano la massima sicurezza di reddito alla più grande stabilità di capitale, e che erano inoltre dotati di facilità di negoziazione, senza fluttuazioni troppo sensibili (Leroy-Beaulieu vi includeva, in prima linea, pei risparmiatori francesi, i consolidati inglese, francese e, a un grado più basso per la meno completa negoziabilità, i belgi, svizzeri, olandesi, scandinavi, egiziani; i fondi coloniali garantiti dal governo francese; le obbligazioni delle grandi imprese ferroviarie nazionali di Parigi e delle grandi città; del *Crédit foncier*, dello *Staatsbahn* austriaco, di quattro o cinque grandi compagnie ferroviarie nord-ameri-

cane). Il frutto di un patrimonio così collocato era tenue (dal 3 al 4% circa); le plusvalenze piccole e poco frequenti; comune la prospettiva di prossime conversioni. Tuttavia, per la quasi nullità del rischio, si consigliava al piccolo e medio redditiero di attenersi, almeno per i tre quarti della sua sostanza; e si riconosceva sensata l'abitudine di molti industriali e commercianti di tenere in tale forma delle riserve considerevoli, facilmente realizzabili da un momento all'altro, o suscettibili di procurare subito delle larghe anticipazioni bancarie. Nella categoria degli accessori si facevano rientrare quei titoli che, senza possedere le qualità eminenti dei primi, si raccomandavano tuttavia per reddito costante e apparentemente solido e, possibilmente, per buona speranza di valorizzazione (rendite di Stati meno accreditati dei suddetti; obbligazioni di società industriali e fondiari di primo ordine nazionali e straniere; delle ferroviarie americane di seconda classe; azioni ferroviarie francesi, ecc.). Il reddito medio così procurato poteva agevolmente superare dell'1½ o 2% quello ottenuto col primo gruppo. Il comune redditiero poteva, senza rischio, tenerne in portafoglio pel 20-25% del suo capitale; il più agiato anche il 30-50%, a condizione di osservare rigorosamente la regola della ripartizione compensativa dei rischi, non collocando in ciascun impiego più del 5% del totale.

Ai valori di speculazione appartenevano infine quelli che, pel paese da cui provengono o per le condizioni dell'impresa che rappresentano, comportano alee numerose (fondi pubblici di Stati a finanza più o meno dissestata; la maggior parte dei titoli industriali, soggetti alle mutazioni improvvise di tecnica oltrechè agli sbalzi di congiuntura; i titoli bancari esclusi pochi di primissimo ordine). Era il gruppo di gran lunga più numeroso, nonchè il più adatto ad esercitare vivaci seduzioni sul pubblico, sebbene le rovine che aveva seminate fra gli ingenui e gli sventati compensassero largamente le fortune procurate ai più fortunati o più accorti. Contro il suo miraggio venivan perciò posti in guardia i risparmiatori modesti, mentre si riconosceva la convenienza per i più ricchi, in grado di economizzare regolarmente una parte cospicua del loro reddito, di convertire una quota di tale risparmio in codesti valori, scelti però con molto discernimento e cautela.

Non occorre aggiungere che la classificazione proposta era considerata fin d'allora tutt'altro che rigida, continui essendo i passaggi, specialmente fra il secondo ed il terzo gruppo, dovuti alle variazioni di consistenza delle imprese in relazione alla fase ascendente, consolidata o declinante del loro sviluppo. Ma se, in condizioni normali e pacifiche, gli spostamenti imprevisi erano eccezione, dal 1914 in poi sono divenuti a tal segno la regola da scon-

volgere radicalmente il bell'ordine gerarchico (come la semplice lettura della riferita esemplificazione ben mostra) e frustrare qualunque tentativo di ricostruirlo.

Oggi quindi meglio che mai il criterio di scelta nella sterminata folla di titoli mobiliari diventa una questione di simpatie e di finalità soggettive, che si sottraggono ad ogni precettistica. A tale tassativo presupposto si intendono quindi espressamente subordinati i riflessi, necessariamente vaghi e generici, che seguono, rispetto ai gruppi di valori più noti ed importanti.

B) *I valori a reddito fisso.*

1. Fu giustamente osservato che, riferendoci al reddito *reale*, la denominazione corrente dovrebbe invertirsi, poichè sono le azioni che, seguendo nei dividendi le fluttuazioni dei prezzi, danno un frutto relativamente fisso, mentre le obbligazioni vedono mutare continuamente il potere d'acquisto del loro invariabile interesse. Ciò diviene evidente nei periodi di grande instabilità monetaria; ma riesce, anche in altri tempi sensibile, fornendo validi argomenti a chi sostiene che il provento dei capitali investiti nelle seconde risulta in larga media ed a lungo andare assai minore di quello derivante da impieghi azionari.

Già invero nell'anteguerra, allorchè l'aumentata produzione dell'oro determinò, fra il 1900 ed il 1914, un lento ma continuo aumento di prezzi, si incominciò a notare che la voga di cui i titoli a reddito fisso avevan goduto quando invece la capacità di acquisto della moneta cresceva (1870-1900) doveva considerarsi soggetta a revisione. Un'inchiesta indetta nel 1912 dalla *American Economic Association* fra le più alte competenze finanziarie degli Stati Uniti, concluse nettamente a favore di impieghi a frutto variabile (16 risposte per le azioni; 6 per le proprietà immobiliari; 3 per buoni a corta scadenza; 1 per le obbligazioni ed ipoteche). Ma più categoricamente riaffermarono lo stesso punto di vista ricerche statistiche e confronti sistematici recenti, da cui risultò inequivocamente dimostrato che, non soltanto nella fase ascendente dei prezzi (come comunemente si riteneva), ma anche in circostanze inverse gli investimenti azionari appaiono in media ed a lungo andare nettamente preferibili, sia dal punto di vista del reddito che soprattutto da quello delle plusvalenze che procurano.

Con molta efficacia ha riassunto le conclusioni della, ormai copiosissima, letteratura in tal senso, il presidente della *Investment savagers Company* di New York, E. L. Smith, in un suggestivo volume (*Common stocks and long term investments*, N. Y., Macmillan, 1925); dal quale appare ben chiaro che, perfino nei periodi ritenuti da tutti più

sfavorevoli ai valori industriali, questi mantennero sugli altri un'indiscutibile prevalenza ed assicurarono guadagni più alti o minori perdite ai loro portatori.

La verità della tesi, appoggiata alla più ampia analisi dell'andamento del mercato del 1866 in poi, non sembra seriamente contestabile. Sarebbe tuttavia errato inferirne senz'altro che, per tutti i risparmiatori, valga la regola di condotta che logicamente ne deriva.

Tutti i calcoli infatti che comprovano i migliori risultati conseguiti dagli impieghi azionari partono necessariamente dal presupposto teorico di un investitore ideale, che, durante un lasso di tempo non breve, tenga in portafoglio un certo numero di titoli di media bontà, così da compensare, con le alternanze di frutto e le plusvalenze finali, le eventuali parentesi di improduttività e di deprezzamento. L'ipotesi postula inoltre che il capitalista in discorso possieda mezzi sufficienti per distribuire i suoi impieghi sopra un'area discretamente vasta, attuando il principio della ripartizione delle alee; e gli suppone un grado sufficiente di competenza e di perspicacia nella scelta dei gruppi da prescegliersi. Basta enunciare tuttavia codeste condizioni per indicarci il punto debole del ragionamento, almeno nella sua applicazione pratica alla generalità degli investitori.

Non v'ha dubbio che un ricco capitalista, bene informato delle prospettive e condizioni del mer-

cato, e che economizzi regolarmente una parte cospicua delle sue entrate — onde possa non curare, fino ad un certo punto, la temporanea riduzione delle medesime — trova un deciso tornaconto nel metodo che gli spogli statistici più rigorosi confortano e suggeriscono. Ma il caso è assai diverso per molti risparmiatori comuni, bisognosi di ricavare dal proprio patrimonio un provento non troppo variabile, e dotati (ciò che forse più conta) di una psicologia eminentemente impressionabile, che li induce, come è notissimo, a comprare quando son cari ed a vendere quando precipitano anche i migliori titoli. È chiaro che per costoro — i quali nei paesi di scarsa educazione ed arretrato sviluppo economico formano la vera massa del pubblico — i valori a reddito fisso, forniti di garanzie privilegiate e soggetti a scarsi movimenti, possono apparire, ed anzi essere realmente preferibili, malgrado la loro inferiorità obbiettiva sostanziale, matematicamente dimostrata.

Ciò non equivale però affatto a dire che, come troppi mostrano con la loro condotta di credere, l'acquisto e la gestione di un patrimonio così costituito rappresenti un'oziosa sinecura, che consenta di dormire placidamente fra due guanciali. Anche un tale portafoglio esige in realtà un certo grado di attività vigilante basata su alcune nozioni tecniche, di cui altre generali, altre riferibili a ciascuno dei numerosi gruppi costituenti la gra-

duatoria, non punto semplice nè breve, di codesta specie di valori. Conviene dunque procedere succintamente all'esame di entrambe.

2. Un primo quesito si pone. Quale è il frutto nominale di un titolo a reddito fisso? Pei debiti perpetui, consiste manifestamente nell'importo del tagliando, con deduzione delle imposte che eventualmente lo colpiscano. Ma, per gli ammortizzabili, la risposta si presenta men semplice. Se il loro corso è sotto la pari ed il fondo di redenzione fisso o (come talvolta avviene) crescente, le probabilità pei portatori di lucrare per le estrazioni aumenta col diminuire dei certificati ancora esistenti. Si tratta di vero reddito, perchè il portatore di un titolo estratto, può acquistarne un altro a minor prezzo lucrando la differenza (chi comprò a 250 un titolo di nominali lire 300, e questo viene estratto e rimborsato a 300 quando, in borsa è quotato 275, può evidentemente sostituirlo, intascando lire 25 che si sommano al frutto normale, p. es., di lire 15, dandogli per l'annata un frutto effettivo del 16 anzichè del 5%). Inversamente dicasi pel caso, oggi veramente molto raro, in cui il corso delle obbligazioni redimibili faccia premio sul prezzo di rimborso. Il tagliando dunque di un titolo ammortizzabile non ne costituisce il reddito. Bisogna aggiungervi il premio o la perdita risultante dal pagamento alla pari.

Anche però così ridotto, il reddito apparente non equivale al netto. Occorre inoltre depurarlo di un premio di assicurazione contro diversi rischi: insolvenza del debitore, o svilimento della moneta. Come calcolarli? Miremonde suggerisce di paragonare, caso per caso, titoli simili, di cui gli uni soggetti all'alea che si vuol considerare, gli altri no. La diversità del loro reddito rappresenterebbe la quota di assicurazione. Ma in pratica la cosa non è semplice. I valori veramente comparabili sono rari, tutti avendo qualche particolarità che li contraddistingue. Per tenerne esatto conto converrebbe procedere a operazioni matematiche complicatissime, assolutamente inaccessibili al risparmiatore comune. Dovrà egli dunque affidarsi al caso su questo punto essenziale? No, se si accontenta di soluzioni approssimative. Senza pretendere a precisione assoluta, non è per lo più difficile trovare un titolo analogo per tasso di capitalizzazione iniziale, scadenza, trattamento tributario, notorietà e facilità di negoziazione, quotazione attuale, a quello che si considera. Se, non ostante le somiglianze formali, uno dà un frutto superiore all'altro, la differenza esprimerà un grado minore di sicurezza dell'ente che lo ha emesso.

Nello stesso modo, in regime di carta-moneta, è talvolta possibile valutare l'importo dell'assicurazione contro il suo deprezzamento. Lo Stato francese ha, per es., emesso molti prestiti al 4%

carta ed uno, nel 1925, al 4% con garanzia di cambio. Nel novembre 1927 i primi quotavano in media 60, il secondo 98,50. Rendevano dunque rispettivamente il 6,66 ed il 4,06%; 2,60 poteva calcolarsi, *grosso modo*, il premio contro la svalutazione del franco.

Chi spende allegramente anche la parte del reddito costituente un corrispettivo dei rischi connessi al suo capitale, compromette nel fatto quest'ultimo. E siccome pochi si sentono di eseguire regolarmente i calcoli approssimativi indicati, varrà per la massa dei portatori di obbligazioni la regola empirica di fare, ogni anno, delle considerevoli economie sui frutti nominali che ne traggono, per riparare le perdite, non sempre apparenti, e per prevenire pericoli futuri. Un patrimonio deve essere continuamente alimentato dal risparmio. Altrimenti non tarda a deperire. E ciò tanto più se composto di valori pei quali le eventualità di plusvalenze son poche.

In tempi incerti, come i presenti, anche un portafoglio solidissimo deve portare a riserva annualmente almeno il 10% del reddito; se poi consta di titoli di second'ordine sarà opportuno portare la proporzione al 25 od al 30%. Chi non sia in grado di costituire il fondo di previdenza indispensabile non deve dissimularsi che la sua situazione è precaria. Il menomo incidente, la prima crisi lo porranno in gravi incertezze.

3. I problemi di determinazione del valore intrinseco di un titolo obbligazionistico sono fra i più sottili della contabilità finanziaria. Riserbandoci di esemplificarli nello studio analitico dei diversi gruppi, ci limitiamo a premettere che il punto di partenza è dato dall'accertamento del frutto netto, capitalizzato al saggio corrente sulla piazza, nel momento considerato.

Fra i fattori di carattere generale suscettibili di modificare il primo, tiene un posto sempre più ragguardevole il trattamento tributario che gli viene applicato, o semplicemente minacciato. La esenzione dalle imposte presenti e future viene accordato dagli Stati che prevedono la necessità di nuove emissioni, per tener alto il corso dei loro debiti; metodo di riconosciuta efficacia fino a poc'anzi, ma oggi leggermente screditato dalla larvata violazione, da molti commessa, della solenne promessa, assoggettando i titoli immuni a tributi più estesi (la R. M. sul vecchio 5% italiano) e comprendendoli nei ruoli delle nuove imposte globali sul reddito. Fu soprattutto da questo punto di vista che la nominatività dei titoli, decretata in Italia nel 1921, ebbe i noti effetti disastrosi sui loro corsi; essendo la misura rivolta a colpire le evasioni dei titoli al portatore in tutti gli accertamenti patrimoniali diretti.

Riguardo al tasso di capitalizzazione, è norma fondamentale tener d'occhio assiduamente la dire-

zione della sua curva, strettamente legata a quella generale dei prezzi.

L'epoca favorevole pei titoli a reddito fisso si verifica evidentemente quando il valore monetario aumenta ed il saggio d'interesse si abbassa. Ma non tutti ne approfittano in ugual misura. I valori che già si trovano più vicini alla pari hanno minor cammino da percorrere per toccare il punto oltre il quale l'eventualità di una conversione (assai comune in tali casi) diviene effettiva. È questa una delle ragioni per le quali il vecchio consolidato italiano $3\frac{1}{2}\%$ quota proporzionalmente più alto del nuovo 5% , il quale, superato che avrà il più breve tratto che lo separa dalla pari, non potrà procedere oltre che di poco, essendo prossimo al termine riservato alla sua facoltà di redenzione. Indipendentemente del resto da tale eventualità, l'interesse di un titolo redimibile si riduce automaticamente coll'elevarsi del suo corso, constando in parte di un premio di ammortamento, che scema quanto più la quotazione si accosta alla pari. Il frutto di un titolo perpetuo rimane invece invariato qualunque ne sia il prezzo corrente. Suppongasi, ad es., che a un dato momento una rendita 5% ed una obbligazione redimibile 4% quotino entrambe 60 (computandosi a favore della seconda la probabilità di rimborso alla pari entro un periodo prefisso). Codesto premio di ammortamento diverrà via via più piccolo, fino ad annullarsi quando il

titolo quoterà 100, divenendo allora il suo frutto effettivo uguale al 4%; mentre la rendita, anche toccando il corso di 100, continuerà a rendere il 5%.

A parità raggiunta, la sorte dei due titoli diventa sensibilmente uguale, poichè entrambi sono tratti tenuti dallo scostarsene molto dalla prospettiva del rimborso, per l'uno, della conversione, per l'altro. Acquistare valori a reddito fisso sopra la pari è quindi sconsigliabile, dovendosi in tal caso dedurre dall'interesse una quota destinata a reintegrare la perdita prevedibile col verificarsi di quelle eventualità. Scrivendo mentre il saggio di interesse tendeva a diminuire, Leroy-Beaulieu insisteva ripetutamente su codesto pericolo, impressionato soprattutto dalle conversioni francesi dal 1880 al 1902, per le quali il redditiero che nel 1880 avesse acquistato 100 mila franchi di rendita 5% a 116, portante un reddito di 4130 franchi, nel 1902 non percepiva che 2586 franchi annui, oltre ad aver perduti, nelle successive conversioni, i 16 franchi di sopraprezzo. Al contrario, se il detto risparmiatore nel 1880 avesse preferito comprare 100 mila franchi di rendita 3% a 82, avrebbe conservato intatto il suo reddito di 3650 franchi e lucrato in valor capitale, pel miglioramento del corso.

Oggi, nella crisi di impoverimento che attraversiamo, siffatti discorsi sembrano lontani dalla realtà; ma, col ripristino dell'ordine economico, il

tasso di interesse tenderà nuovamente a ridursi e tornerà ad essere assolutamente vero che un portafoglio bene amministrato non deve contenere valori a reddito fisso quotati oltre la pari.

Le epoche poi di flessione del valore monetario sono, per definizione, sfavorevolissime ai valori di questa specie, che talvolta, come ultimamente avvenne, conducono i loro possessori ad un completo disastro. Quando il deprezzamento è lento, il capitalista dovrebbe quanto meno compensarne gli effetti deducendo dagli interessi una somma sufficiente a ricostituire il capitale; ma ben raramente egli vi si decide, sia perchè già colpito dalla diminuzione di potere d'acquisto del suo reddito, sia perchè l'illusione dell'identità fra reddito nominale e reddito reale è una delle più difficili da vincere. Da tale punto di vista però la sorte del portatore di titoli redimibili è assai migliore, perchè, anche se consuma l'importo integrale dei suoi tagliandi, il suo capitale nominale gli sarà reso integralmente alla estrazione, spesso con premio considerevole sul prezzo sborsato (ciò che lo indennizzerà in parte del ridotto potere di acquisto monetario). La certezza del rimborso entro un dato termine funziona inoltre da paracadute contro eccessivi deprezzamenti. I titoli rimborsabili a breve termine godono naturalmente delle maggiori prerogative, se lo svilimento monetario è rapido; poichè consentono di approfittare continuamente del rialzo del saggio

di investimento, che, rappresentando una specie di premio di assicurazione contro l'indebolirsi della valuta, procede con ritmo accelerato. Allorchè infine la moneta si stabilizza, chi conservò intatto e liquido il proprio capitale con operazioni elastiche e di breve respiro potrà operare vantaggiosi arbitraggi con valori a lungo termine o perpetui, suscettibili allora di buone plusvalenze.

4. Fra i valori redimibili meritano un cenno speciale i prestiti a lotti, che dan diritto, oltre all'interesse ed al rimborso scalare, ad estrazioni periodiche di un certo numero di premi, destinati ad accrescerne l'attrattiva. Il vantaggio naturalmente si sconta nel frutto un po' più basso e nel prezzo di acquisto un po' maggiore del normale; e la perdita che così si subisce è, per definizione, superiore al guadagno, matematicamente calcolato. Perchè la ragione per gli enti emittenti di adottare il metodo sta appunto nella convenienza definitiva che vi trovano. Pascal diceva: « À la loterie, plus on prend de billets et plus l'on a chanches de perdre; puisque, si l'on prenait tous les billets, on perdrait à coup sur ». Malgrado ciò il pubblico mostra, in complesso, di gradire l'offerta, sopravvalutando il pregio del vero biglietto di lotteria aggiunto al titolo. In Francia praticarono spesso con fortuna il sistema, la Città di Parigi ed il *Crédit foncier*. In Italia, dopo non infrequenti esempi di imprese

private, di municipi, e di enti morali, vi ricorse largamente lo Stato, nella emissione dei 7 miliardi di buoni del tesoro novennali, che ebbero pronto assorbimento e buon successo. Certo, analizzando esattamente il valore intrinseco del titolo, comprese le speranze matematiche di vincita, si deve riconoscere che il portatore perde annualmente nella maggior parte dei casi una quota discreta di interessi. Ragione per la quale l'investimento non sembra consigliabile per grandi somme.

Come alea però lasciata aperta alla fortuna, è perfettamente comprensibile che molti la adottino, in piccole proporzioni; tenendo allora presente che le probabilità di lucro crescono (trattandosi di prestito che si ammortizza a gradi) colla progressiva estrazione dei titoli, stante che il numero dei premi rimane invariato. Il che spiega come prestiti a lotti molto antichi quotino fino alla loro totale estinzione assai sopra la pari, sebbene ne sia imminente il rimborso al prezzo nominale.

I valori a premio furono dovunque fra i più resistenti alla depressione dei mercati dopo il 1914, a cagione appunto del loro caratteristico classamento e degli scopi peculiari che si propone la loro clientela.

Tali titoli, nel loro tipo originario (ancora prevalente all'estero) non portano interesse annuo, cumulandolo nel prezzo di rimborso, perciò note-

volmente superiore al loro corso di borsa; rappresentano perciò una capitalizzaione di interessi, completata dall'alea di un premio. In Italia si adottò invece un sistema misto, pagando interessi regolari ed escludendo l'estinzione scalare.

Ai possessori di titoli redimibili d'ogni specie bisogna raccomandare espressamente di sorvegliarne con diligenza assidua le estrazioni. Perderanno altrimenti, nella migliore ipotesi, i frutti dei certificati estratti, e, peggio assai, correranno il rischio di incorrere nelle prescrizioni varie che Stati ed imprese hanno stabilite in danno loro.

C) *I valori pubblici.*

1. Passando all'esame dei singoli comparti costituenti il mercato dei titoli a reddito fisso, troviamo in prima linea, per imponenza di mole e larghezza di diffusione, quello dei titoli pubblici.

Più antichi d'ogni altro, in ordine di data, essi tennero per secoli il campo quasi da soli, e furono lo strumento ed il veicolo precipuo attraverso il quale la diffidenza congenita della gente aliena da speculare incominciò ad accostarsi agli investimenti mobiliari. Un'influenza decisa ebbe in tal senso la lunga fase di tranquillità politica e di prezzi decrescenti della seconda parte del secolo scorso, che creò ai portatori di titoli dei migliori paesi condizioni straordinariamente favorevoli,

come bene appare da una suggestiva tabellina del Keynes:

Anni	Potere d'acquisto dell'interesse del Consolidato inglese al netto da imposta	Prezzi monetari del valor capitale del Consolidato	Potere d'acquisto del valore capitale del Consolidato
1815	59	92	56
1826	90	108	92
1841	90	122	104
1859	89	127	111
1883	108	138	144
1896	145	150	208
1914	100	100	100
1920	28	64	22
1921	39	56	34
1922	50	76	47

La seconda colonna mostra ad evidenza che splendido impiego fu questo, da Waterloo alla Marna, anche astraendo dalla punta anormale del 1896-97, e malgrado le ripetute conversioni, che ridussero l'interesse dal 3 al 2 $\frac{1}{2}$ %, dal 1889 al 1903; ma indica pure come, già nel decennio ante-bellico, si notasse un sensibile mutamento di direzione, che si accentuò dopo il 1914, riconducendo i possessori di consolidati ad un livello più basso di un secolo prima; dove non li rovinò in misura assai maggiore o totale, come avvenne nei paesi belligeranti del continente, di cui dà una perfetta idea la suggestiva tabella costrutta dal Moseley

a sostegno della sua raccomandazione: Non un centesimo ai postulanti stranieri!

Corsi del consolidato (in sterline).

	1914	1915	1923	1927
Austria 4 %	90 $\frac{1}{4}$	64 $\frac{1}{2}$	5	22
Bulgaria 6 %	104	94 $\frac{3}{4}$	25	31-33
Egitto 3 $\frac{1}{2}$ %	92 $\frac{1}{2}$	60 $\frac{1}{4}$	42 $\frac{1}{2}$	71-72
Francia 5 %	—	81 $\frac{1}{2}$	22	12 $\frac{5}{8}$ -15 $\frac{5}{8}$
Germania 3 %	79	58 $\frac{1}{4}$	— $\frac{1}{2}$	— $\frac{1}{2}$
Grecia 5 %	91	60	25 $\frac{1}{2}$	55-59
Ungheria 4 %	87 $\frac{5}{8}$	60 $\frac{1}{4}$	4 —	22-24 $\frac{1}{4}$
Italia 3 $\frac{1}{2}$ %	98	79 $\frac{1}{2}$	17	14 $\frac{1}{4}$ -16
Messico 5 %	89	68	28	40 $\frac{1}{4}$ -47
Norvegia 3 %	78 $\frac{1}{2}$	73 $\frac{1}{8}$	52	63-65
Portoghese 3 %	64 $\frac{15}{16}$	55 $\frac{1}{2}$	20 $\frac{1}{2}$	32-40
Prussia 3 $\frac{1}{2}$ %	87	65 $\frac{1}{2}$	— $\frac{1}{6}$	— $\frac{1}{2}$
Russia 5 %	122 $\frac{1}{2}$	107 $\frac{1}{2}$	6	6-6 $\frac{3}{4}$
Turchia 4 %	87	62	14	21-24

Tanto radicato e profondo era tuttavia il prestigio che l'esperienza di due o tre generazioni aveva procurato ai titoli pubblici, che la recente lezione non è riuscita a comprometterlo che in parte, tanto presso i popoli che ebbero la possibilità e l'energia di attuare l'integrale restaurazione monetaria, quanto presso quelli i cui risparmiatori subirono le perdite più dure. Onde noi assistiamo ad un ritorno abbastanza accentuato di simpatia

verso tali valori, dovunque ed appena la stabilizzazione monetaria attenua l'incertezza connessa al loro possesso.

Se ed in qual grado la preferenza sia giustificata, dipende evidentemente dalle condizioni locali. Non manca chi (Withers per l'Inghilterra), anche riferendosi alle migliori fra esse, eleva serî dubbi sul fondamento positivo di un eccessivo ottimismo, ricordando che la sola garanzia sostanziale dei debiti pubblici, e cioè l'arbitraria facoltà di tassazione dei governi, risulta limitata perentoriamente dall'automatica contrazione delle entrate tributarie oltre un dato punto di pressione, a cui riesce pertanto condizionata la garanzia dell'indebitamento. Comunque, poichè la fiducia della gente sostiene la voga dei debiti pubblici — anche pei loro innegabili attributi di larga notorietà, comodo acquisto, facile negoziazione —, conviene prenderne atto semplicemente, e cercar di stabilire i criteri con cui la solidità dei titoli ed il loro valore devono essere misurati, per guidare la scelta fra la grandissima loro varietà.

2. Il valore intrinseco di un titolo è anzitutto, come già dicemmo, in funzione del suo reddito, con riferimento al saggio d'interesse corrente sulla piazza. Ogni causa che ne menoma il frutto netto, tende quindi a deprimere il corso. Le imposte, in particolar modo, si ripercuotono subito sul valore

capitale, che abbassano non solo quando sono stabilite, ma anche se soltanto minacciate o semplicemente rese inevitabili, a un osservatore avveduto, dalle critiche condizioni del bilancio. Onde la primaria importanza di conoscere a fondo — e non solo attraverso gli eufemismi dei comunicati ufficiali — le condizioni economiche, finanziarie e politiche del paese di cui si diventa creditori; poichè, trattandosi di valori pubblici, le medesime hanno influenza diretta non solo (come per le obbligazioni d'ogni specie) sul corso, ma pure sulla sicurezza di ricupero del capitale che essi rappresentano.

È in vista appunto di poter approssimativamente calcolare la quota di rischio da applicarsi ai singoli titoli che pregiudizialmente si raccomanda la conoscenza della storia finanziaria dello Stato a cui appartengono. Il passato è arra del futuro. E chi non mancò mai ai propri impegni difficilmente vi si induce volontariamente. Lo scrupolo con cui lo Stato inglese tenne fede, anche nei più difficili frangenti, agli obblighi assunti, pagando ed ammortizzando puntualmente l'ingente debito delle guerre napoleoniche e restituendo ai portatori degli ultimi prestiti di guerra della moneta d'oro alla pari in cambio di quella deprezzata che ne aveva ricevuta, spiega il credito eccezionale di cui godette in ogni tempo il suo consolidato, che si capitalizzò sempre perciò a un

tasso notevolmente più basso di qualunque altro, sul mercato mondiale. Mentre i paesi colpevoli di mutamenti unilaterali di patti contrattuali, attraverso generali o parziali insolvenze fallimentari, divengono giustamente sospetti di capacità di recidiva, malgrado ogni più solenne promessa che possano fare. La violazione degli impegni sottoscritti è costata più cara che non si creda a certi Stati costretti, come la Russia d'oggi, a mendicare inutilmente l'elemosina dei creditori ingannati. È una speculazione sbagliata, peggio che un atto di improbità pubblica. Il corso a cui si negoziano le varie rendite offre un indice molto istruttivo della fama di correttezza comparativa dei loro debitori. Ne mancano i casi di Stati cronicamente inadempienti, che, per non vedersi negato completamente il credito, furono costretti ad abdicare la loro sovranità finanziaria, invocando la garanzia, e sottoponendosi al controllo, di altre potenze (Egitto, e ultimamente Austria, Ungheria, ecc.). La riputazione di cui gode l'ente emittente è dunque elemento essenziale di valutazione del titolo.

Le prospettive della sua politica, interna ed esterna, ne costituiscono un secondo, altrettanto importante.

Stati di tendenze irrequiete, o legati da alleanze impegnative suscettibili di trascinarli in un conflitto, costituiscono in generale dei debitori poco

desiderabili, anche se, sotto ogni altro aspetto, la loro situazione sia solida. La coesione interna di un popolo sta pure in diretto rapporto coi pericoli che possono minacciarlo in caso di crisi internazionale, quando tutte le forze centripete (popolazioni aggregate e tenute con la violenza, minoranze etniche), acquistano maggior libertà di agire (lo spettacolo dell'impero Asburgico lo insegnò esemplarmente ai portatori di rendita Austro-Ungherese). Dal punto di vista interno, merita seria attenzione la stabilità del governo, avente una solida base nel chiaro consenso pubblico. Mancarono quasi tutti di tale requisito gli Stati europei nel dopoguerra, specie dove le conseguenze della sconfitta si espressero in più aspra discordia di partiti, e quindi in peggior precarietà di direzione e di comando. Onde le difficoltà proibitive a contrarre prestiti, che impedì o ritardò il risanamento finanziario di più d'uno. Al limite, codesta causa di debolezza sbocca nel rivoluzionarismo cronico di certe repubbliche Sud-Americane, alle quali è norma di prudenza proverbiale non anticipare un centesimo. La piena pubblicità della discussione parlamentare, l'indipendenza della stampa, la libertà di discussione costituiscono pure garanzie di primo ordine pei creditori d'uno Stato. A ciò era specialmente dovuto, per unanime testimonianza degli scrittori contemporanei, l'altro credito di cui già godeva il consolidato inglese quando

i governi assolutistici d'Europa ancora eran costretti a ricorrere a espedienti onerosissimi e spesso sfortunati per provvedere ai bisogni della loro misteriosa, o, quanto meno, riservata finanza.

Altri dati di apprezzamento offre la situazione economica del paese debitore, dalla quale dipende la sua capacità tassatrice, sola e vera garanzia degli impegni contratti.

Non è raro il caso che, nel lanciare un prestito, il governo interessato procuri di diffondere al riguardo ampie notizie con pubblicazioni speciali (così fece la Banca commerciale pel collocamento in Italia del prestito polacco). Sempre poi la stampa viene ufficiosamente incaricata di tale compito. Convien, naturalmente, leggere con vigile spirito critico tutto quanto così si comunica, cercando informazioni più autentiche e men tendenziose in fonti precedenti e diverse, o presso esperti spassionati. In tesi generale, i mercati di struttura economica più complessa, armonica ed antica, varî di attitudini e ricchi di energie compensatrici presentano un campo d'investimento assai preferibile a quello dei paesi nuovi, troppo strettamente specializzati e doventi la loro prosperità quasi esclusivamente alla fortuna di un solo prodotto (caffè, fosfati, ecc.). Le crisi colpiscono assai più disastrosamente questi ultimi, traducendosi in dissesti finanziari catastrofici. Rientra in questo fattore il grado comparativo di educazione economica dei

popoli. Quanto più questa è perfetta, tanto più difficilmente essi si indurranno a venir meno agli obblighi assunti, perchè ciò è soprattutto un pessimo affare per l'avvenire.

Cautele non minori si impongono nel valutare le garanzie di pace sociale. Certi equilibrii instabili, perchè appoggiati alla compressione od alla violenza, celano eventualità di ben amare sorprese a chi non ne abbia tenuto in tempo adeguato conto. I redditieri francesi che affidavano miliardi di risparmi alla Russia czaristica scontano duramente il fio di non aver posto mente ai sintomi gravissimi di sovvertimento anarchico che la rivoluzione del 1905, così faticosamente soffocata, aveva rivelati. Lo spettacolo dell'ordine apparente non è sempre garanzia bastevole. Occorre misurare le forze, soprattutto morali, su cui è fondato. Un errore assai comune prima del 1914 fu di credere che un governo discretamente organizzato amministrativamente costituisse una ragione di tranquillità sufficiente per affidargli i propri risparmi. Ma si vide poi quanto fragili e precari fossero gli equilibrii politici e sociali non fondati sopra la coscienza ed inequivoca volontà dei popoli.

La situazione finanziaria di uno Stato forma, in certo modo, la sintesi di tutti codesti fattori, ed ha per indice il bilancio, di cui l'investitore in tali valori deve fare un attento studio. La cosa non è sempre facile, poichè la lettura e l'apprezzamento

adeguato del fondamentale, complicatissimo documento contabile riescono ardui ed incerti perfino a tecnici discretamente esperti. Nè i resoconti correnti, che tendono a volgarizzarne i risultati essenziali pel pubblico, sono sempre da accettarsi ad occhi chiusi; perchè, nella migliore ipotesi, non è dato rilevarne le incognite ed i pericoli, che da certi andamenti tendenziali possono prepararsi pel futuro. Tornerà quindi necessario integrarne l'attento esame con la regolare lettura delle illustrazioni obbiettive che su organi finanziari reputati ne facciano i commentatori più competenti (ottime, per l'Italia, quelle di Mario Mazzuchelli, sulla *Rivista Bancaria* e sul *Secolo-Sera*).

Le cifre non esprimono intiero la portata di un bilancio pubblico, se non vengono a una a una analizzate nel loro significato. Il debito, p. e., può minacciare più o meno gravemente l'equilibrio finanziario ulteriore secondo che è consolidato, redimibile, fluttuante. Quest'ultimo particolarmente, che rappresenta dei disavanzi passati non ancora coperti, può, in momenti di panico o di crisi, procurare al tesoro seri imbarazzi (la Francia, il Belgio, l'Italia, ne fecero, quale più quale meno, la prova in questi ultimi anni). Importanza specialissima ha poi il riflesso della struttura tributaria e della pressione fiscale. Un bilancio in semplice pareggio mediante un moderato prelievo sul reddito privato (in rapporto alla ricchezza media del paese

di cui si tratta) porge garanzie ben altrimenti solide che un altro, il cui forte avanzo provenga da aliquote ed accertamenti spinti fino al punto di saturazione. Occorre perciò espressamente avvertire che, per misurare la pressione tributaria comparativa, fa d'uopo conoscere i criteri di calcolo della ricchezza imponibile, i limiti di esenzione a titolo di reddito minimo, ecc. Come un privato, un bilancio pubblico può avere o no delle riserve latenti, che gli consentono margini di dilatabilità più o meno estesi. Quando, senza elevare le aliquote, si aumenta con giri di vite silenziosi il gettito delle entrate, come quando si attuano economie di spesa tagliando nel vivo gli stanziamenti di indispensabile manutenzione o rinnovamento, si preparano a breve scadenza situazioni poco liete, di cui le quotazioni del debito inevitabilmente risentiranno gli effetti.

Gli scrittori francesi insistono sulla necessità di considerare anche un altro fattore: la « mentalità fiscale » dei contribuenti (la cui renitenza fu calamità tradizionale della loro finanza, sotto tutti i regimi). Sembra, a tal riguardo, provato che i popoli a ricchezza media molto ripartita offrono ostacoli più invincibili agli inasprimenti di imposte, per quanto indispensabili soprattutto alla salvezza dei piccoli redditi; mentre dove son relativamente più numerose le ingenti fortune, l'entrata fiscale si presta ad elasticità maggiore.

Talvolta infine la solidità di un titolo di rendita, e quindi la convenienza del suo acquisto, dipende da garanzie speciali che gli vengono applicate. Era il sistema più comune nei secoli scorsi, quando, scarso essendo il credito dei sovrani, essi dovevano offrire in pegno ai prestatori oggetti di valore (gioie della corona, ecc.), riscossione diretta di entrate, malleverie di enti morali godenti di maggiore fiducia (grandi comuni, ordini religiosi, istituti di beneficenza). Oggi gli Stati che si trovano in condizioni più critiche devono ancora, di quando in quando, ricorrere al metodo; il quale, se la loro gestione è diventata regolare, procura ai sottoscrittori dei prestiti qualche maggior sicurezza; sempre però relativa, rimanendo il pegno, in sostanza, fra le mani del debitore, che, in caso di rivoluzioni o mutamenti politici profondi, potrà ugualmente rinnegare gli impegni, come spesso è accaduto. Non così invece quando la garanzia speciale viene fornita da estranei di correttezza e solvibilità ineccepibile, tanto più se costituiti in gruppo solidale. Appartengono a tale categoria i recenti prestiti fatti alla Germania, all'Austria ed all'Ungheria, per scopo di ricostruzione, portanti la malleveria delle maggiori potenze che compongono la Società delle Nazioni.

3. L'applicazione prudente dei principî che abbiamo esposti avrebbe evitate ai redditieri

europei buona parte delle rovine che il possesso di fondi pubblici, nazionali e stranieri, loro procurò, dopo il 1914. I risparmiatori di certi paesi si erano, in modo specialissimo, dedicati all'acquisto di valori stranieri a reddito fisso. In Francia si calcola ce ne fossero per oltre 40 miliardi oro. In Italia, che solo da pochi anni era divenuta, in piccola misura, un mercato esportatore di capitali, per soli 800 milioni (Stringher). Ma la scelta era stata fatta per lo più sulla base quasi esclusiva del tasso e del corso, nel presupposto di una piena sicurezza internazionale, politica e giuridica. Onde le rendite austro-ungariche e russe tenevano un posto considerevole in tali investimenti. Non occorre ricordare quale fu la sorte dei loro portatori nel crollo delle valute (si è calcolato che il valore attuale dei 40 miliardi di franchi investiti all'estero dalla Francia non è superiore a 6 miliardi oro). Seguì, com'era naturale, un periodo di diffidenza, giustificato dal perdurante, quasi universale disordine monetario. Ed è soltanto col ritorno graduale a regimi di circolazione stabili e corretti che l'interesse del pubblico si volge nuovamente ai valori di questo tipo, tanto interni che esteri, giovandosi, riguardo ai secondi, della maggiore libertà di esportazione di capitali, che è complemento naturale del ritorno all'oro.

La rattivata domanda dei fondi di Stato è nettamente visibile là dove il risanamento della moneta,

preceduto da una fase di decisa rivalutazione, fu attuato od è prossimo.

Uno specchietto delle principali quotazioni ad alcune date successive, costruito dall'*Économiste français* (7 gennaio 1928) ne fa ampia fede:

Quotazioni alla Borsa di Parigi il 31 dicembre del

	191	1914	1926	1927
3% Francese perpetuo. fr. francesi	85,27	72,10	55,55	62
3% ammortizzabile. fr. francesi	89,50	78,50	66	73,10
4% 1918	»	»	53	68,20
5% id.	»	»	64,75	82,50
6% 1920	»	»	72,80	94,45
Consolid. inglese 2½%	»	»	262	277
Belga 3%	77,05	62	41	43
Italiano 3½%	98,75	84,10	70	101 —
Svizzero 3½%	91,75	82	422 —	440 —
Egitto unificato	101,40	87,75	401,25	427,50
Argentino 5%	504 —	448 —	2230 —	2355 —

Quantunque le alterazioni delle parità monetarie, delle quali il compilatore del prospetto non tenne conto, renda poco attendibili i confronti in cifre assolute, innegabile risulta tuttavia il miglioramento tendenziale, che si accentua quanto più i varî paesi si accostano alla normalità monetaria, parziale o completa.

Il nuovo atteggiamento del pubblico verso questo comparto rende opportuna l'aggiunta di qualche sintetica notizia circa la convenienza e le garanzie attuali dei più importanti fondi pubblici, anche ad esemplificazione pratica delle norme generiche che abbiamo riprodotte.

4. Nessun fondo pubblico presenta oggi requisiti di sicurezza più perfetti di quelli degli Stati Uniti d'America. La inaudita prosperità del paese, l'assenza di preoccupanti conflitti sociali, la minima probabilità di complicazioni esterne tali da compromettere la forza finanziaria dell'Unione, le imposte relativamente moderate, il rapido ammortamento del debito, tutto concorre a rendere quei titoli i più garantiti che si possa immaginare. La probità finanziaria tradizionale del governo, che nel 1868, quando il biglietto era calante, respinse come lesiva dell'onore nazionale la proposta del partito democratico di rimborsare in carta i creditori, e che, ad evitare qualunque futura contestazione in merito, introdusse la clausola del pagamento in oro nei cinque grandi prestiti emessi per la guerra, costituisce un'altra arra preziosa di incolumità reale del debito.

Questo non superava, nel 1914, un miliardo di dollari circa; i quattro prestiti « della libertà » e quello « della vittoria » lo portarono, dal maggio 1917 all'aprile 1919 a 26,6, crescendo pure il tasso

dei medesimi dal 3 $\frac{1}{2}$ % del primo al 4 $\frac{3}{4}$ % dell'ultimo. Ma, per quanto ingente, l'onere rimane immensamente inferiore a quello di qualunque paese europeo, come ben si scorge dal seguente quadro, che riassume i dati del 1927 (Lagerquist):

Ricchezza, redditi e debiti delle principali Nazioni.

P A E S I	Popolaz. milioni	Ricchezza media p. abitante	Reddito medio p. abitante	Debito per abitante	
				1914	1920
		dol.	dol.	dol.	dol.
Stati Uniti	104	2404	385	9,70	249,38
Gran Bretagna e Irlanda	47	1915	255	74,50	817,04
Germania	68	1215	162	76,45	589,97
Francia	40	1625	187	162,50	768,11
Russia	175	343	40	26,25	298,61
Austria-Un- gheria	50	756	113	70,25	976,53
Italia	36	833	118	77,75	408,78
Belgio	7,5	1200	—	—	246,67
Portogallo	6,2	560	—	—	—
Bulgaria	5,5	—	—	30,99	209,86
Giappone	72	186	—	23,92	22,14
Turchia	21,2	—	—	31,55	94,11

I titoli federali nord-americani furono collocati nella quasi totalità sul mercato locale, che assorbì facilmente anche le più grosse emissioni. Sono di tagli adatti in modo particolare ai mezzi ed alle esigenze di quel pubblico, e cioè piuttosto grossi (minimo 1000 dollari).

Tuttavia si calcola che 18 milioni di cittadini abbiano fatto acquisto dei nuovi consolidati; ma che circa il 75 % li abbiano poi rivenduti. Ciò che concorse a deprimere alquanto il corso fra il 1920 ed il 1923 (il 4 $\frac{3}{4}$ % scese da un massimo di 100,04 nel giugno 1919 a 94,70 nel maggio 1920). La successiva flessione del saggio dell'interesse (il tasso attuale dello sconto è al 3 $\frac{1}{2}$ %) ha determinata una ripresa, per cui il rendimento attuale netto del titolo è modesto, anche perchè soltanto due dei *Liberty loans* (il 3 $\frac{1}{2}$ ed il 3 $\frac{3}{4}$ %) godono di esenzione tributaria (e sono quindi particolarmente ricercati — il primo quota 101 $\frac{1}{2}$ in dicembre 1927 —).

Comunque, appena si attenuerà il regime di domicilio coatto entro cui vive il risparmio in molti Stati d'Europa, questi titoli entreranno più largamente nei portafogli di coloro che, avendo sufficienti margini di reddito, sono disposti a sacrificare una parte del frutto ai requisiti di sicurezza, di negoziabilità, di accreditamento sull'intero mercato mondiale; poichè sono fra i pochissimi a cui oggi si addica il nome di veri « valori di fondo », adatti a formare la solida base di una ben guidata fortuna.

5. I fondi di Stato britannici godettero per forse un secolo di un prestigio quasi leggendario, giustificato dalla maestosa prosperità del paese e dalla

suprema correttezza con cui lo Stato fece onore ai propri impegni, anche nei periodi di difficoltà finanziarie considerevoli (come dopo le guerre napoleoniche). Ma il senso di perfetta sicurezza dei portatori di quel consolidato aveva per corrispettivo un rendimento netto assai basso, che divenne ancora più tenue dopo le tre successive conversioni, dal 1889 in poi, ed i ripetuti inasprimenti dell'imposta sul reddito (riscossa per trattenuta sugli interessi del titolo). Al corso di circa 80 raggiunto nel 1911, questo fruttava il 2,97 %, per cui i capitalisti continentali, allettati da altri valori ritenuti pure sicurissimi, andavan perdendo l'abitudine di tenere almeno una forte riserva in questo investimento di tutto riposo (che aveva goduto di gran voga, soprattutto in Francia, durante le crisi del 1848 e del 1870). Dal 1914 in poi l'*income tax* è ancora fortemente cresciuta. Ma il governo inglese è stato, fra i belligeranti europei, il solo che abbia restaurata, a costo di duri sacrifici, la parità monetaria prebellica; onde i suoi creditori non subirono altra perdita che quella derivante dal diminuito potere d'acquisto del metallo oro. I possessori della sua rendita potevan dunque considerarsi privilegiati. E ciò contribuì a renderne nuovamente più attiva la domanda, anche in relazione alle inquietudini circa l'avvenire politico o sociale o sulle sorti monetarie di parecchi altri paesi (che cagionarono fughe di capitali considerevoli, verso i

luoghi di asilo ritenuti più sicuri). Oggi (dicembre 1927) il corso del consolidato 2 $\frac{1}{2}$ % è di 55 $\frac{1}{2}$. Gli altri prestiti (di guerra, ecc., emessi a speciali condizioni di ammortamento) non sono quotati nelle grandi borse continentali. Anche il consolidato del resto si negozia soltanto per tagli di almeno 100 sterline, poco accessibili al minuto risparmiatore. Ma, per i redditieri molto comodi, esso costituisce un buon fondo di portafoglio, sebbene le condizioni politiche e sociali dell'Inghilterra possano parere, per certi aspetti, meno prive di incognite di quanto lo furono ai gloriosi tempi del giubileo Vittoriano. Perchè il costante contegno di quel governo ha mostrato che la preoccupazione del prestigio finanziario nazionale sa imporsi anche nei più critici momenti e qualunque sia il partito che regge lo Stato. Il che equivale, per i suoi creditori, alla miglior garanzia, finchè durano almeno condizioni di equilibrio generale non troppo dissimili delle presenti.

6. Fra i titoli pubblici esteri d'importanza secondaria che ispirano la maggiore fiducia stanno legittimamente in prima linea gli svizzeri (prestiti federali e obbligazioni ferroviarie). Sebbene il paese abbia subito una crisi non lieve in seguito alla guerra, le sue finanze rimangono sane e la sua situazione monetaria prossima al totale assestamento. Nulla poi di più solido del suo equilibrio

politico. Si spiega quindi perfettamente che i possessori stranieri di rendite elvetiche le conservino gelosamente, anche se, per il lento ma continuo aumento della loro quotazione da più anni, il loro frutto netto tende a ridursi (il rendimento delle obbligazioni 3 $\frac{1}{2}$ % delle ferrovie federali è sceso da 5,61 % nel gennaio 1922 a 4,51 % in novembre 1927, mentre il corso del titolo saliva da 71 a 85,60). Più attraenti, quanto a reddito, si presentano parecchie obbligazioni cantonali, munite di ottime garanzie, ed ammortizzabili a breve termine (Berna, Zurigo, Friburgo, Città di Zurigo). Ma han l'inconveniente della scarsa, o almeno non immediata, negoziabilità.

Oggetto di transazioni poco frequenti sono parimenti le rendite 2 $\frac{1}{2}$ e 3 % olandesi, valore di primo ordine ma molto caro, in ragione appunto della sua sicurezza, della quantità relativamente piccola e della non volontà di venderlo in chi lo detiene. Ugual cosa può dirsi, in grado alquanto minore, delle svedesi 3 e 3 $\frac{1}{2}$ %, emesse anch'esse da uno Stato la cui condotta finanziaria fu, in questi anni, corretta e prudente. Più in basso convien collocare le norvegesi e le danesi, che soffrirono della moderata inflazione a cui entrambi i paesi non seppero sottrarsi. S'intende che, in confronto a quelli dove inferì la carta moneta, la condizione loro può considerarsi molto invidiabile.

Fra i mercati non direttamente implicati nella guerra, anche lo spagnuolo offrì d'apprima prospettive eccezionalmente favorevoli, che però declinarono presto per le incertezze di politica interna, le vicissitudini coloniali ed il disordine finanziario. Il prestito estero 4 %, che fu, ad un certo punto, fra i preferiti a Parigi ed a Londra, oggi non è trattato che saltuariamente. Finché del resto la peseta rimane di fatto una moneta carta, il titolo, al corso attuale (78 ½ % in dicembre 1927) è caro in confronto alle troppe incognite.

Non molto diversamente, malgrado le illimitate risorse, effettive e potenziali, di quei paesi, posson giudicarsi i valori pubblici dell'America latina. Fra i quali tuttavia è duopo distinguere nettamente quelli assolutamente sconsigliabili per ragioni politiche (come i messicani, i cui interessi non furono pagati più, dopo la caduta del governo di Diaz, e che sono sempre più minacciati dalle correnti bolscevizzanti ed indianiste di cui il vigente regime è espressione), da altri, molto più accreditati, per quanto anch'essi non immuni da qualche pericolo d'ordine sociale interno. Di questi gli argentini meritano certo la preferenza (il 5 % quota a Londra 101 in dicembre 1927). Seguono i brasiliani (il 5 % quota 88 c. s., il 4 %, 62 ¼). Gli Stati minori non ispirano molta fiducia. Lo scrupolo di far onore agli impegni non fu mai eccessivo, in tutto il continente sud-americano. Così pure è bene

lasciare a speculatori bene informati le emissioni locali (il prestito 4 ½ % della prov. di Buenos Ayres, emesso a 94 nel 1910, è oggi a 77,40).

I fondi giapponesi, libellati in sterline si classificano fra i migliori; ma, per la distanza, la scarsa notorietà delle condizioni reali dell'impero, funestato in questi ultimi tempi da grandi sciagure, e nel quale non sono ad escludersi minacce di contagio bolscevico, di guerra con gli Stati Uniti, ecc., non sembrano investimento adatto a risparmiatori che non siano a contatto, per affari o relazioni, coi mercati dell'estremo Oriente.

7. Passando al gruppo di paesi usciti più o meno dissestati dalla guerra, ma non al punto da dover subire l'intervento straniero a garanzia del loro credito, la Francia ci si offre anzitutto con una enorme massa di titoli di vario tipo, l'interesse pei quali è rinato, dopo una fase di precipitoso discredito, da quando fu arrestato il tracollo del franco, e tenderà ad intensificarsi, appena la stabilizzazione di fatto verrà legalizzata formalmente. In ragione appunto del loro numero e della critica situazione che cagionò parecchie delle emissioni, il prezzo ed i frutti di codesti titoli fu e rimane certo assai conveniente.

Nell'anteguerra la forte offerta di risparmio del popolo francese aveva depresso assai il tasso di investimento dei titoli pubblici nazionali, che

Edmond Thery, nel 1900, calcolava a poco più del 3 %; il che favoriva la tentenza agli impieghi all'estero (40 miliardi nel 1914, secondo il Cavelier). I contrasti politici e religiosi e l'annuncio dell'imposta sul reddito tendevan però già da più anni ad abbassare il corso dei consolidati (34 miliardi in tutto), quando la catastrofe del 1914 costrinse d'un tratto ad accendere nuovi debiti a condizioni sempre più larghe pei sottoscrittori. Dopo un 3 ½ % ammortizzabile dal luglio 1914, si apre, col settembre, la vendita dei Buoni della difesa nazionale 5 % a un anno, 3 % a un mese. Segue nel 1916 il prestito perpetuo 5 %, esente da imposte, offerto a 87,25; a cui tengon dietro, nel novembre 1917, un 4 % perpetuo, a 68,60; e, nell'ottobre 1918, il prestito della liberazione (4 % perpetuo, a 70,80), godenti entrambi dell'immunità tributaria. Dal 1915 in poi, si emettono pure delle obbligazioni decennali della difesa nazionale, 5 %, che, al prezzo di 96-97 a cui furono vendute, fruttano il 5,72 %. Ma la pace non pone fine alla molteplice accessione di debiti. Esce nel 1920 il 5 % ammortizzabile in 60 anni a 150 fr. per 100 sottoscritti (reddito netto 5,75 %); e poco dopo, il 6 % perpetuo, alla pari. Si offrono contemporaneamente nuove serie di buoni del tesoro poliennali 5 e 6 %, con premi considerevoli al rimborso. Il tasso reale di quelli emessi nel novembre 1924 sale fino a 8,62 %. Finalmente nel 1925, vien lanciato il 4 %

« a garanzia di cambio », esente anche dall'imposta generale sul reddito, alla pari. E, nel 1927 compare un nuovo 6 % ammortizzabile a 150 in 50 anni. L'andamento dei principali fra questi valori risulta dalle seguenti cifre:

	Dicembre 1924	Dicembre 1925	31 Dicemb. 1926	31 Dicemb. 1927
3% perpetuo	48 —	49,90	55,55	62 —
5% 1915-16	58,25	55,65	64,75	82,50
4% 1917-18	49,20	46,70	53 —	68,20
5% 1920 ammortizzabile	68,75	69,30	—	98,10
6% 1920	71,30	62,75	68,80	94,95
Obblig. quindicinali 1927				
7% rimborsabili a 550	—	—	—	525 —
4% 1920 (garanzia di cambio)	—	—	94 —	105 —
6% 1927 ammortizzabile a 150	—	—	—	101,20

Anche ai corsi attuali, dunque — che riflettono nel loro grande miglioramento gli effetti della politica risanatrice di Poincaré — i valori di Stato francesi si presentano, come frutto netto, assai vantaggiosi. E concorre certo a raccomandarli la larga ricchezza, metropolitana e coloniale, del paese, e la tendenza tradizionalmente risparmiatrice e conservativa del popolo. Se non che, oltre ad alcune incertezze di carattere politico e sociale, permane l'incognita monetaria, nè è dato prevedere

il punto in cui verrà decretata la attesa stabilizzazione, dal quale evidentemente dipenderà la convenienza attuale di comprare dei valori libellati in franchi ed a reddito fisso. Anche l'imponenza del debito complessivo non lascia di suscitare qualche perplessità, in vista di possibili nuove complicazioni internazionali o di ritorno a criteri di gestione meno rigidi, che compromettano nuovamente i risultati finanziari e monetari ottenuti in questi ultimi anni. Da ciò deriva in parte il prezzo relativamente basso a cui si negoziano tali valori, non senza che si notino fra i medesimi alcune anomalie comparative (come la preferenza accordata dal pubblico al vecchio 3 % perpetuo, quotato più alto, nella gratuita supposizione di un trattamento di favore da accordarsi in avvenire ad un titolo emesso in franchi-oro). L'*Économiste français*, riprendendo testè la sua vecchia abitudine di indicare ai lettori il miglior impiego di una data somma in un certo momento, accorda la preferenza al 4 % perpetuo 1918 ed all'ammortizzabile 1920.

Diversamente dalla Francia, il Belgio ha già superato il punto critico dell'assestamento monetario, ma scegliendone il saggio in modo di cui i portatori delle sue rendite non ebbero certo a compiacersi. Prescindendo tuttavia dalla perdita passata ed ormai definitivamente consolidata, oggi le sue rendite offrono buone prospettive, posto che la riforma sembra ottimamente riuscita. I fondi

pubblici ne han subita una considerevole valorizzazione:

	31 dic. 1924	31 dic. 1925	31 dic. 1926	30 Giugno 1927	31 Ottobre 1927
Rendita 3%	50 —	46	54,50	57 —	60 —
» 5 % 1919 .	72,35	56	74,50	78,25	78,50
» 6 % 1921 .	85,85	65	85,50	89,50	91 —
» 7 % 1926 .	—	—	102,50	—	107 —

Sono valori seri, e, ai corsi attuali, ancora degni di buona attenzione.

8. Il dopo-guerra ha confermata la vecchia verità — legata alla storia finanziaria dalla fede inflessibile del ministro di Bonaparte, di Luigi XVIII e di Luigi Filippo, il barone Louis —, che pagare i propri debiti costituisce un miglior affare che sottrarvisi. La bancarotta ha invero annullato il credito degli Stati che vi avevano ricorso. I quali, per risorgere ebbero d'uopo della malleveria straniera, ottenuta a prezzo di un vassallaggio finanziario più o men larvato.

Nei debiti da essi emessi deveasi pertanto ben distinguere fra quelli che rappresentano i residui della situazione fallimentare precedente, ed i nuovi, creati col concorso e la garanzia altrui. Soltanto questi ultimi offrono prospettive di impiego spesso tutt'altro che trascurabili. Dei primi è inutile occuparsi, anche quando i parziali piccoli compensi

accordati ai loro portatori si prestano a speculazioni di collettori specialisti (come avviene per le vecchie rendite tedesche, omeopaticamente rivalutate, e per le austriache ed ungheresi, i cui interessi arretrati furono consolidati in buoni del tesoro di dubbia sorte, con perdita gravissima).

Una delle clausole del piano Dawes importava il collocamento sul mercato internazionale di un prestito 7 % di 3 milioni di sterline, sotto l'egida solidale delle potenze firmatarie dello accordo. Emesso a 92 nel 1924, in varie sezioni stilate nella valuta dei diversi paesi firmatari dell'accordo (Stati Uniti, Gran Bretagna, Belgio, Francia, Olanda, Svizzera, Italia (100 milioni di lire) e Germania) il suo corso salì a 99,25 fin dal dicembre 1925, a 102,50 nel successivo, e quota a Londra (dicembre 1927) oltre 103 (in Italia 495 il 31 dicembre 1927). È rimborsabile entro il 1949, con ammortamento graduale, per estrazione o acquisto in borsa (se più conveniente). Il capitale ed interessi sono pagabili senza deduzione alcuna per imposte o tasse germaniche di alcun genere e tanto in tempo di pace che di guerra, a sudditi di paesi amici o nemici. Godono di espressa insequestrabilità civile e giudiziale. Il servizio del prestito, per la sezione italiana, spetta alla Banca d'Italia. I titoli in sterline ed in dollari, assai ricercati e ben collocati, non sono troppo facilmente procurabili, almeno sul nostro mercato.

Analogo appare il prestito di 21 $\frac{1}{2}$ milioni di franchi oro, al 6 % concesso nel 1923 all'Austria, a guisa di sussidio per la sua restaurazione finanziaria. Prezzo d'emissione: 81; corso a Londra, dicembre 1927: 99 $\frac{1}{2}$; data di rimborso: 1943. È titolo negoziato abbastanza correntemente anche in Italia, che concorse nell'operazione (al prezzo attuale di 488 lire rende poco meno del 7 %).

Simile pure è l'Ungherese, detto di « restaurazione » (1924: 30 milioni di fr. oro, al 7 $\frac{1}{2}$ %; data di estinzione: 1944; prezzo di emissione: 89; attuale: 102,30. In Italia L. 474). Allo stesso gruppo appartiene il Polacco 7 % (1924; 400 milioni di lire; emesso dalla Banca commerciale con garanzia del governo italiano; data di estinzione: 1944; prezzo attuale 486).

Nella categoria dei titoli che derivano l'alto credito da garanzie soprattutto esterne od internazionali deve annoverare anche l'Egiziano unificato 4% e privilegiato 3 $\frac{1}{2}$ %, il primo dei quali quotato 84 $\frac{1}{2}$ a Londra in dicembre 1927. Vengono per lo più assimilati, per solidità, ai consolidati inglesi, ma danno oggi un reddito alquanto superiore.

Ultimo, in ordine di tempo (febbraio 1928) si aggiunge a tale gruppo il prestito greco di risanamento monetario in sterline: 6 %, offerto al prezzo di 91, sotto l'egida della Società delle

Nazioni, garantito dall'accedenza di entrate già sottoposte al controllo internazionale.

9. Agli scopi pratici che ci proponiamo, non è il caso di parlare dei valori pubblici degli altri Stati europei, aventi caratteri di aleatorietà accentuatissima, e quindi adatti soltanto alla speculazione di esperti. Esiste per vero fra i medesimi una graduatoria, che sale dai titoli russi — i possessori dei quali attendono da interminabili e ben poco promettenti negoziati diplomatici una reintegrazione minima e differitissima del loro credito —; agli ottomani — anch'essi non pagati dalla guerra in poi, ma oggetto di trattative e di speranze migliori —; ai serbi, bulgari, rumeni — soggetti tutti alle grandi fluttuazioni delle deprezzatissime relative monete, in rapporto anche alle deplorevoli condizioni finanziarie e politiche degli Stati balcanici ed alla non perfetta adempienza dei patti contrattuali di taluni di loro —; ai polacchi — che risentono l'influenza delle vicende monetarie ed amministrative assai movimentate della giovane repubblica, e delle molte incognite della sua situazione esterna ed interna —; ai cecoslovacchi, e specialmente ai greci, certamente preferibili, sotto ogni aspetto, ma non tali da costituire investimenti di piena tranquillità.

Riferiamo, comunque, il prezzo attuale approssimativo (prima settimana di gennaio 1928) di

qualcuna di queste rendite, alla borsa di Parigi (in franchi francesi):

- 5 % Ellenico, 1914 (500 fr. nom.), fr. 365.
- 4 % Romeno, ammort. 1910, fr. 67.
- 4 % Serbo, ammort. 1925 (obblig. da 20 fr. di rendita) fr. 153.
- 4 % Ottomano, unificato (obblig. da 20 fr. di rendita) fr. 119.

Non tornerà inutile ricordare che è in affari di questo genere che a risparmiatori inesperti, e spesso fidenti nelle assicurazioni di banche favorite da grosse provvigioni, toccano le delusioni peggiori.

10. Leroy-Beaulieu consigliava ai compratori di valori stranieri di attenersi di preferenza ai prestiti esterni, perchè più difficilmente saranno tassati o rinnegati (per le questioni internazionali che ne sorgerebbero). La regola vale in parte tuttora, sebbene la guerra ci abbia resi assai più scettici circa il rispetto dei rapporti di diritto pubblico e privato verso cittadini degli Stati avversari. Una conseguenza, quanto meno, se ne può trarre: quella della inopportunità di mettersi in portafoglio dei valori pubblici di carattere locale o particolare; riguardo ai quali molto difficile riesce ottenere regolarmente, fuori del paese d'origine, informazioni veramente attendibili, e che, nella migliore ipotesi, non si trovano a vendere, in caso di bisogno, che con ritardo e perdita notevolissima.

Soltanto del resto pochissimi escono, se non per rarissima eccezione, dai rispettivi mercati nazionali. Le grandi capitali aventi un bilancio che spesso supera quello di molti piccoli Stati, hanno emesse delle obbligazioni comparabili, per alcuni lati, alle rendite di seconda categoria. Quelle della città di Parigi, fra le altre, benchè oggi troppo care, meritano considerazione da parte di chi voglia interessarsi a valori francesi. Sono di molti tipi e scadenze. Ricordiamo, delle più recenti, le 5 %, 1919, redimibili nel 1981, corso (principio di gennaio 1928) 400 circa; le 5 $\frac{3}{4}$ %, 1921, di pari scadenza, quotate 500; le decennali 6 %, 1922, a 505; le 6 $\frac{1}{2}$ %, scadenti nel 1974, a 500; le 7 % scadenti nel 1940 a 509. Le apparenti anomalie di prezzi, in paragone al saggio di rendimento dipendono da agevolezze diverse, da vantaggi e premi di estrazione, ecc.; a cui pure è dovuto il corso eccezionalmente alto che taluno di essi mantiene (il prestito 4 %, 1865, quota il doppio del prezzo di rimborso, perchè, tenendo conto dell'imposta, una cartella che esca senza premio non riceve neppure 500 fr., mentre essa ne vale oggi 999!). Nella recente rivalutazione i loro portatori realizzano guadagni anche più considerevoli di chi teneva i vari consolidati. Le 5 % 1919 eran scese infatti fino a 273 nel 1919, a 264 al 31 dicembre 1925.

A tassi discretamente alti si offrono pure le obbligazioni dei migliori Cantoni e città elvetiche;

che, sebbene notevolmente cresciute di prezzo da due anni, capitalizzano ancora al 5-5 $\frac{1}{4}$ % (contro circa il 4 $\frac{1}{2}$ dei prestiti federali), ma che presentano l'inconveniente di un mercato troppo ristretto, come osserva lo stesso *Bankverein*, nel suo ottimo bollettino mensile. Vale del resto per tutti i titoli locali la giusta osservazione del Lagerquist relativamente ai nord-americani, sulle incognite pressochè infinite che offre la varietà del loro regime legale, tributario, amministrativo in rapporto alle condizioni finanziarie dell'ente emittente, alle garanzie ipotecarie delle sue attività patrimoniali, ai partiti che lo governano, alle fonti della sua prosperità. Raccapazzarsi fra tanti elementi di giudizio è, per uno straniero, ammettere anche il Withers, impresa pressochè disperata. Astenersi in blocco sembra dunque, tutto sommato, il partito migliore.

Dati più sicuri si possiedono sopra un'altra vastissima categoria di obbligazioni, che per la origine e, quasi sempre, le garanzie, possono considerarsi semi-pubbliche: le ferroviarie. Furono, dopo i consolidati, uno dei primissimi valori mobiliari e cui si volse l'attenzione dei risparmiatori di ogni paese, allettati e assicurati dall'imponenza ed appariscenza del pegno reale e, il più delle volte, dalle buone condizioni di vendita e di rimborso. Soltanto però un ristretto numero delle medesime ha importanza e mercato internazio-

nale, limitato del resto anche questo ai capitalisti più pratici del comparto e meglio in grado di seguirne assiduamente il movimento.

Tengono fra esse incontestabilmente il primo posto le nord-americane, che, nell'anteguerra, erano penetrate abbastanza largamente nei portafogli europei, attraverso le borse di Parigi e di Londra (Leroy-Beaulieu le raccomanda caldamente). Codesto *stock* fu in buona parte riassorbito dal mercato emittente, attraverso le operazioni sui cambi degli anni critici e per estinzione delle principali serie.

Dal 1919 in poi ricominciarono gli acquisti, principalmente del migliore fra questi titoli, il *Central Pacific Railway*, 4 %, rimborsabile nel 1946, pagato in sterline. Per altri non mancarono delusioni. Le *Chicago Milwaukee and Saint-Paul* dovevano essere estinte nel 1925; ma, siccome le compagnie americane non sogliono ammortizzare gradualmente i loro prestiti, si trovano talvolta nell'impossibilità di provvedervi, in una sola volta, alla data fissata. Ciò accadde appunto a questa società, che ha dovuto procedere ad un riassetto finanziario e tecnico. Anche per le *Cleveland Cincinnati Chicago and St-Louis*, 4 %, scadenza 1930, una causa è in corso, per ottenere il pagamento degli interessi in franchi svizzeri anziché in francesi. Tali peripezie mostrano a quali alee sian soggetti simili impieghi, i cui elementi essen-

ziali sfuggono al nostro apprezzamento. Il Lagerquist, in un'ottima analisi, insegna come si debba procedere all'esame delle situazioni effettive e potenziali delle singole imprese ferroviarie, per pesare le garanzie offerte ai loro creditori. Ma un risparmiatore europeo non è certamente in grado di applicare i suoi procedimenti. Miglior regola, per quanto empirica, in materia sarà di consultare l'elenco dei titoli che le casse di risparmio dei singoli Stati sono autorizzate ad acquistare; i quali rappresentano almeno ciò che esiste di meglio, in fatto di sicurezza, secondo il comune giudizio locale. Giustamente però osserva lo Sturgis, che la domanda artificiale creata a codesti titoli appunto dal privilegio legale ne deprime spesso il saggio di capitalizzazione in misura più che compensatrice del minor rischio.

Discreta voga ebbero sempre anche all'estero le obbligazioni ferroviarie francesi; che subirono però in pieno il tracollo del franco, tanto che i vecchi portatori perdettero, in media, il 90 % sul prezzo oro che avevan pagato. Caddero quindi a corsi molto bassi, che, a un certo punto, aprirono prospettive di affari convenienti, a mezzo di arbitraggi coi valori di Stato, meno fruttiferi e, in complesso, non meglio garantiti. La recente rivalutazione le ha risollevate, ma non tanto da sopprimere la convenienza comparativa che qualcuna di esse presenta. Il loro andamento risulta dal

confronto fra le più rappresentative fra le medesime:

	Data di rimborso	1913 31 dic.	1914 31 dic.	1919 corso massimo	1922 corso massimo	1925 31 dic.	1927 31 dic.
Est 3 %...	1954	409	367	352	319	194	298
P. L. M. 4 %	1958	—	—	405	375	215	335
Nord 5 % ..	1950	—	—	453	430	254	390
Orléans 6 %	1956	—	—	445	454	305	393

Stabilizzandosi il franco, i prestiti ferroviari saranno probabilmente fra i primi a beneficiarne.

Un grado di sicurezza più alto, a cui corrisponde, come è naturale, un frutto più tenue, offrono le obbligazioni ferroviarie federali elvetiche (3 ½ % serie A-K), che, anche per la loro massa (franchi 426.300.000), vengono definite il valore *standard* di quelle borse. Ottimo impiego, indiscutibilmente, capitalizzano però soltanto al 4 ½-4 ¾ %, e tendono a ridurlo:

ANNI	Corso al 31 gennaio	Corso al 31 dicembre	Rendimento netto	
			al 31 gennaio	al 31 dicembre
1922	71 —	85,65	5,61	4,42
1923	84,25	79,90	4,54	4,88
1924	79 —	80,20	4,97	4,88
1925	80 —	82,75	4,93	4,71
1926	83,50	83,65	4,68	4,67
1927	84,25	85,60	4,62	4,51

Sembrano adatte, in proporzione non troppo elevata, a formare una buona riserva di un portafoglio avente margini di disponibilità e di risparmio.

Nella categoria delle obbligazioni ferroviarie più note internazionalmente non si può omettere di ricordare due titoli austriaci, ampiamente negoziati per l'addietro. Le *Ferrovie austriache* 3 % godevano molto favore alla borsa di Parigi, dove, nel 1912, quotavano 405-420, rendendo il 3,60-3,70 %, premio di rimborso (di 80 o 90 fr.) non compreso. Nel 1921 il loro corso era sceso a 27 fr. francesi, ma nel marzo 1926 eran di nuovo a 480. La promessa di pagamento di un interesse in oro basta a spiegare lo sbalzo. La Cecoslovacchia ne è la principale garante.

Analogamente le *Ferrovie ex-lombarde* (*Sud-Bahn*), già poco brillanti nel 1914, attraversarono un periodo critico nel 1918-1922, quando caddero a 57 fr. La rete venne allora riorganizzata, mediante un accordo pel quale il valore dell'obbligazione è ridotto a 90 fr. oro, con interesse di 3,90 oro, elevabile fino al massimo di 5,40 in caso di maggior introito. Gli arretrati dovuti si consolidano in oro, con ammortamento venticinquennale. Garanti del pagamento dell'interesse: Italia, Austria, Ungheria e Jugo-Slavia. La società ha appunto nome di *Danubio-Sava-Adriatico*. Quota a Parigi (31 dicembre): 310 fr.

11. Il caso di concordati, più o meno volontari, fra enti dissestati e creditori, a cui segue la riorganizzazione del servizio del debito, non è esclusivo delle società ferroviarie. Vi ricorrono abbastanza di frequente anche Stati e città, impossibilitati a far onore ai loro impegni. I più disonesti e disinvolti si accontentano di decretare la sospensione, per un certo numero di anni, delle estrazioni e degli interessi. Quelli invece che attraversan soltanto una crisi passeggera, espongono apertamente i motivi eccezionali della delicata situazione in cui versano, offrendo delle combinazioni provvisorie, che loro consentano di superare i temporanei imbarazzi. Generalmente l'accordo si stipula sulla base di un'interruzione degli ammortamenti per alcuni anni e della riduzione degli interessi per un breve periodo. I creditori ricevono in cambio delle ricevute, che loro dan diritto a pagamento ulteriore.

Da una trentina d'anni i concordati di tale natura sono stati leggermente modificati: i tagliandi scaduti, anzichè venir pagati in numerario, vengono scambiati con obbligazioni nuove di prestito consolidato, spesso chiamate *Funding*. Talvolta questi nuovi titoli vengon rimessi contro un valore un poco inferiore di tagliandi, per compenso del danno del sospeso pagamento in specie. Producono interessi, in qualche caso leggermente più alti di quelli dell'obbligazione originaria. La consolidazione avviene talora soltanto per una

parte del debito rinviato. Evidentemente tutte le formule sono possibili, in tale ordine di idee.

Il presentatore di tagliandi così pagabili per l'incasso riceve generalmente delle ricevute provvisorie e frazionarie dette *scrips*, che vengono poi scambiate in cartelle di *Funding*, quando se ne possiede una quantità sufficiente. Sono negoziate in banca e fuori borsa.

Spesso le nuove obbligazioni si quotano a corsi assai onorevoli. Il *Funding* brasiliano 1914, 5 %, per esempio, creato per rappresentare tutti i tagliandi dei prestiti precedenti (salvo il *Funding* 1898), il cui interesse era sospeso da tre anni, è salito prestissimo a 80, ed oggi (dicembre 1927) supera 85 a Londra. I suoi possessori bisognosi di realizzare han dunque subìta una perdita relativamente modesta.

Meno favorevole è però quasi sempre la sorte di operazioni analoghe compiute da enti locali, che deprezzano facilmente in misura molto maggiore.

12. Il contegno dei valori pubblici a reddito fisso, nella fase di passaggio alla moneta buona, porge un indice della fiducia con cui il mondo degli affari e le classi redditiere considerano le probabilità di sostegno della nuova valuta. Dovunque la riforma si operò con buona preparazione e saldi mezzi, questo comparto si schierò subito in testa al movimento ascensionale delle borse; e ciò tanto

più in quanto una tradizione antica ed atavicamente inveterata alimenta nel pubblico, specie di alcuni paesi, una tenace predilezione per gli investimenti di tal fatta; onde, appena si attenua la minaccia di vederli travolti da una catastrofe monetaria, se ne rinnova la ricerca, in misura forse superiore ai limiti di prudenza che consiglierebbe un obbiettivo calcolo di probabilità sulla loro sorte avvenire. Conviene almeno procedere nella scelta con rigorosi criteri discriminativi, e tener presenti le possibilità continue di guadagno, talora non indifferenti, offerte dai numerosi arbitraggi che la disparità di tasso, di scadenza, di premi, offre ad un operoso gestore di un portafoglio così composto.

D) *I valori privati a reddito fisso.*

1. Nella recente crisi dei valori a reddito fisso, le obbligazioni di imprese private han sofferto più dei consolidati, perchè meno favorite dalla antica simpatia del pubblico. Il che pure fa che la loro ripresa sia oggi dovunque più lenta.

Leroy-Beaulieu stesso limita la convenienza di comprarle pel comune risparmiatore a pochissime di esse, quasi tutte classificabili fra le semipubbliche, di cui dianzi parlammo. Le altre, emesse da aziende industriali varie, erano, secondo lui, piuttosto adatte agli azionisti delle medesime, già

informati dell'affare e dell'andamento sociale, oppure a specialisti.

Durante la guerra i loro portatori rimasero, più dei creditori dello Stato, esposti senza possibilità di difesa alle peripezie monetarie, per la scarsa negoziabilità del titolo, dovuto alla ristrettezza del suo mercato; onde le diffidenze si accentuarono. Se perciò le obbligazioni industriali trovano ancora buon assorbimento agli Stati Uniti ed in Inghilterra, nell'Europa continentale stentano a diffondersi, malgrado le apprezzabili qualità che parecchie presentano.

Perplexità a valutarle nascono anzitutto dalla loro grande varietà di garanzia; che può derivare qualche volta da concessione di un ente pubblico (nel qual caso il tipo si avvicina alle emissioni di quest'ultimo), ma generalmente da ipoteche privilegiate sugli immobili sociali o sui fondi di commercio complessivi, da pegno speciale, da mallevoria, o, eccezionalmente, da delega di credito. Non mancano tuttavia esempi di obbligazioni prive di garanzie particolari, e quindi equivalenti a semplici crediti chirografari verso l'ente mutuatario.

Per definizione il reddito di questo titolo è fisso. Ma se ne conoscono pure a frutto variabile, somiglianti perciò piuttosto ad azioni. Ripeton generalmente la loro origine da accordi fra portatori ed enti emittenti disestati e sul punto di fallire

(le *Danubio-Sava-Adriatico* appartengono, come vedemmo, a tale gruppo). La sicurezza teorica offerta dalla garanzia pignoratizia risulta invero più di una volta illusoria, quando il suo oggetto tende a deperire più rapidamente del servizio di estinzione, e se la condotta della società debitrice sia poco prudente. La proporzione fra attivo e passivo assume a tal riguardo la massima importanza e vuol essere assiduamente sorvegliata. Una gestione trascurata, un concorso di circostanze disgraziate produce dilapidazioni, non sempre visibili immediatamente, che compromettono gravemente la solvibilità futura. Quando l'offerta di capitale è abbondante, certe società ne abusano; poichè in tal modo pagano ai loro creditori un interesse fisso e moderato ed ingrossano i benefici a pro del dividendo dei soci e del corso delle azioni. Ma è tattica condannabile. Se una cattiva annata sopraggiunge, il dividendo potrebbe sopprimersi, non così l'interesse agli obbligazionisti. Più il capitale preso a debito è forte in confronto all'azionario, più la situazione della società diviene precaria, in caso di crisi. Una rivalutazione monetaria, specialmente, ridurrà soltanto il corso nominale delle azioni ma non comprometterà la posizione d'un ente non gravato da debiti. In caso contrario, il loro peso, non riducibile, si risente presto insopportabilmente. Il fallimento inevitabile si traduce allora in conseguenze poco meno disa-

strose per gli obbligazionisti che pei soci azionari. È il ripetersi, frequente in questi anni, di fatti di tal specie che fa dichiarare senza ambagi al Miremonde: « La condizione dei portatori di obbligazioni industriali è fundamentalmente falsa: se l'andamento è prospero, non ne approfittano, e non riscuotono che un reddito uguale a quello che loro procurerebbe un titolo ferroviario o di rendita. Se l'impresa pericola, sono certi di perdere una parte delle loro economie. La legislazione non li protegge quanto si crede. In molti casi non godono di privilegio in confronto degli altri creditori. Inoltre, sotto l'apparenza di concordati transazionali, molti abusi furono commessi dopo la guerra... Quando si vuole entrare in un affare industriale, bisogna farlo come azionisti. Così si riservano le eventualità di guadagno, a compenso dei rischi di perdita ».

2. Prescindendo poi dalla sicurezza e convenienza comparativa di massima del collocamento obbligazionistico, fa d'uopo considerare, nel sceglierlo, i punti seguenti: il corso nominale, fissato come base del calcolo degli interessi; il corso di emissione (e non il tasso di emissione, che può differirne sensibilmente, essendo spesso diverso il prezzo annunciato e quello che viene effettivamente pagato dal pubblico); il saggio di interesse, fissato in percento e confermato dall'enunciato

della somma totale che sarà annualmente corrisposta ad ogni titolo unitario; la valuta in cui si esprimono le sottoscrizioni, si regolano gli interessi e si opereranno i futuri rimborsi, quando si tratta di prestiti stranieri libellati in moneta estera; le garanzie generali o particolari stabilite pel prestito, sia pel pagamento degli interessi che pel capitale; il termine di ammortamento; il metodo del medesimo (per estrazione a sorte, annuale o semestrale, per quote uniformi o progressive, con o senza premi o lotti, o per ricompera in Borsa); le scadenze dei tagliandi (semestrali o trimestrali); il regime fiscale (interessi lordi o netti di imposte, presenti e future, pel paese d'emissione o soltanto per l'estero, ecc.); la facoltà e patti eventuali delle conversioni future; la clausola, abbastanza rara, di prestiti a interessi differiti. Il reddito effettivo offerto dal titolo forma la risultante di tutti codesti fattori, e perciò non riesce sempre di facile calcolo. Semplice è soltanto ricavare il tasso di capitalizzazione reale in base al prezzo di emissione o di acquisto (un'obbligazione di 500 lire nominali al 6 % netto di imposte venduta alla pari frutta 30 lire annue, cioè il 6 %; se, invece, a 400, il 7,50; per ottenere questo reddito basta moltiplicare per 100 l'interesse annuo totale e dividerlo pel corso di acquisto:

$$\frac{30 \times 100}{400} = 7,50 \, \%$$

Ma il frutto apparente non esprime che il primo aspetto del valore economico del titolo, il quale dipende dal complesso dei fattori sovra enumerati, oltrechè dalla quota di rischio di cui parliamo precedentemente.

3. Per vincere le diffidenze, non tutte ingiustificate, nascenti dalle molte incognite delle obbligazioni ordinarie, si ebbe talvolta l'idea di aggiungere loro un diritto di conversione facoltativa in certificati azionari della società emittente, a un corso stipulato in precedenza e entro un dato termine; azioni da crearsi con corrispondente aumento del capitale sociale.

Ne diede esempio l'Inghilterra: la *Tanganika Concessions Ltd.* emise nel 1924 delle obbligazioni 10 % godenti di opzione di scambio con azioni ordinarie, per 5 anni. In Francia, verso la stessa epoca, le aziende incontravan seri ostacoli a contrar prestiti, per i timori diffusi dalla caduta del franco; nè le emissioni azionarie dirette eran prive di inconvenienti, seguendone in borsa forti cadute dei corsi. Il patto autorizzante una società mutuataria ad attribuire ai mutuantì una quota di utili non fissa prestava d'altra parte a controversie giuridiche incerte e dilazionanti. Ricorse allora con successo taluna di esse al sovra indicato metodo, di cui, anche altrove, apparvero applicazioni (qualcosa di simile fece in Italia la *Società*

Montecatini, trattando un prestito con capitalisti nord-americani, nel 1926).

Verificandosi circostanze consimili, il diritto di opzione così congegnato può render servizi apprezzabili e costituire un buon elemento di superiorità pel titolo che ne è fornito.

4. Il complesso di ragioni che rendono incerta (almeno pel pubblico in generale) la valutazione di un'obbligazione, escludono pure ogni tentativo di classificarle per gruppi, per assegnare a ciascuno un grado di preferibilità. In via di massima però, e salvo rigoroso esame caso per caso, è lecito osservare che offrono tranquillità maggiore quelle emesse da enti dotati di ampi impianti, non rapidamente deperibili; nelle quali il capitale fisso stia ad alto rapporto col circolante; e producenti merci o servizi di utilità e richiesta permanente e generale, di tendenza espansiva, tecnicamente poco modificabili, di consumo regolare e perciò scarsamente sensibile alle crisi. Le aziende esercenti i grandi servizi che forman la base materiale della civiltà moderna rispondono meglio di altre a tali requisiti. Possiamo senza inconvenienti fare a meno di molte comodità e lussi della vita contemporanea, e forse anzi trovarcene benissimo. Ma la nostra esistenza fisica stessa è condizionata all'uso di una certa quantità di acqua pura, al mantenimento di un determinato grado di calore per l'organismo e

la cottura degli alimenti, ad una sufficiente dose e buona distribuzione di luce, ad un pratico sistema di trasporti. Le imprese produttrici di codesti beni fondamentali o generatrici delle forze necessarie ad ottenerli rivestono pertanto un grado di stabilità assolutamente preponderante. Siccome poi, per la natura stessa della loro funzione, esse sono anche generalmente fra le più ricche di impianti immobilizzati e, se ben costrutti, poco deperibili, non soggetti a variazioni improvvise, emancipati dai capricci della mutevole domanda; e poichè in molti casi comportano spese moderate di esercizio, specie in rapporto alla scarsa mano d'opera, sembra che non si debba esitare a noverarle fra quelle che, *caeteris paribus*, offrono garanzie ipotecarie più ampie e rassicuranti.

Qualche analogia con le precedenti presentano, quanto all'imponenza del capitale fisso, le migliori imprese di navigazione. Ma le frequenti alternanze del traffico, la rapida svalutazione dei tipi di piroscafi pei progressi continui di struttura, di armamento, di disposizione ed arredamento, di velocità in rapporto alle inesauribili esigenze del pubblico viaggiante ed alla vivacissima concorrenza internazionale, riducono assai, se non annullano, il vantaggio.

5. Un gruppo a parte degno di considerazione singolarissima, formano invece le obbligazioni fondiarie.

Il prestigio di cui è tradizionalmente circondata la proprietà terriera conferisce al pegno della medesima un valore che si riflette anche sul titolo mobiliare che lo rappresenta. Ed è incontestabile che la cartella fondiaria offre vantaggi segnalatissimi in confronto al mutuo ipotecario diretto, per la sua negoziabilità e la garanzia fornita dall'intervento e dal controllo dell'ente intermediario emittente. Non conviene tuttavia esagerare la importanza della prima, stante che il mercato del titolo rimane sempre piuttosto locale, di modo che, quando circostanze improvvise (per es. un panico monetario) determinassero una forte corrente di vendite, queste difficilmente troverebbero assorbimento. Anche del resto la condotta dell'istituto, i criteri d'estimo degli stabili ipotecati, le precauzioni legali dei mutui possono essere manchevoli, a scapito della sicurezza del credito. Nella crisi bancaria italiana del 1891-93 furono appunto le operazioni di credito fondiario che dissestarono gli istituti di emissione, che allora le praticavano largamente ed imprudentemente. A parte però questi casi patologici, la cartella fondiaria deve considerarsi certamente uno dei valori più sicuri, in regime di moneta stabile e di ordine giuridico corretto.

In Germania e negli altri paesi di stirpe tedesca, terra d'origine del sistema, esso ebbe il massimo sviluppo, e cagionò pure molte rovine nel periodo

dell'inflazione e della bancarotta. Discreti investimenti in questo ramo si possono invece fare ancora in Francia, dove il *Crédit foncier* godette sempre di un credito di primissimo ordine, che le recenti vicende monetarie hanno soltanto in parte compromesso. Le obbligazioni comunali 6 % di sua emissione, rimborsabili nel 1993 si quotano (a fine gennaio 1928) a 431; le fondiarie 5,½ %, rimborsabili nel 1987 a 300 fr., a 255; le miste 7 %, rimborsabili nel 1976 a 1000, a 651. Gli evidenti squilibri di prezzi dipendono, come già osservammo, da agevolzze diverse, premi di estrazione, ecc. Ma i tassi attuali di capitalizzazione risultano assai convenienti, specie in vista del rialzo di corsi prevedibile con la stabilizzazione non lontana del franco.

E) *I valori italiani a reddito fisso.*

1. I valori pubblici godettero, fin dalla costituzione del regno, considerevole favore in Italia, anche in ragione delle tradizionali diffidenze delle classi redditiere verso gli impieghi industriali. Convien ammettere del resto che l'intuito economico dei risparmiatori non li ingannò del tutto. Il Iarach, esaminando l'andamento dei profitti industriali risultanti dai bilanci delle società anonime, dal 1882 al 1903, ha mostrato che il capitale così investito non diede, nella media generale, più del 4,27 % (scendendo nei periodi più critici

(1889-93) fino al 0,77 %); tasso inferiore a quello pagato fino al 1894 dal debito pubblico (*Riforma sociale*, 1905, p. 669 e sg.). Se però si considera che il saggio di capitalizzazione di quest'ultimo fu in quel periodo assai più alto, dati i corsi sempre lontani dalla pari (soltanto dal 1897 in poi l'interesse reale del consolidato scese al disotto di 4,29 %, mentre era salito a massimi del 9,38 nel 1867, di 9,04 nel 1868, di 7,98 nel 1869-70, ed era ancora a 5,35 nel 1878), non si può negare che la fedeltà di molti risparmiatori ai titoli di Stato venne, in complesso, premiata.

La massa principale dei medesimi consisteva nel 1914, dal vecchio consolidato perpetuo, iscritto nel gran libro, creato con la legge 10 luglio 1861; e cioè:

a) *Rendita* 3,50 % *netto* ex-5 % *lordo* e 3,75 % *netto*), creato con legge 29 giugno 1906 (lire 8.141.000.000);

b) *Rendita* 3,50 % *netto*, creata con legge 12 giugno 1902 (L. 944.000.000);

c) *Rendita* 3 % *lordo*, la cui origine risale alla data della creazione del gran libro (L. 160.000.000);

d) *Rendita* 4,½ %, pertinente alle sole istituzioni pubbliche di beneficenza, per effetto delle leggi 22 luglio 1894 e 21 dicembre 1903 (lire 720.000.000).

I due tipi 3,50 % erano stati dichiarati, dalla legge che li istituì, esenti da imposte presenti e future.

Accanto a questo debito, figuravano iscritte separatamente nel gran libro, o escluse dal medesimo, parecchie altre rendite irredimibili o pagabili entro un certo periodo d'anni, derivanti da impegni varî degli antichi Stati italiani, contratti a condizioni speciali e rappresentati soltanto da iscrizioni nominative. Fra esse, il debito *Toscano* 5 %, 1861 (L. 39.347.000); il *Romano* (*Prestito Blount*), 5 %, 1866 (L. 29.108.625); il *Comuni della Sicilia* 5 %, 1860 (L. 19.752.535); il *Corpi morali della Sicilia* 5 %, 1841 (L. 21.006.418); il 3 % assegnato a creditori riconosciuti da governi provvisori (L. 19.775.308); e varie minori.

A debito dello Stato esistevano pure molte obbligazioni diversamente redimibili, fra cui principali:

Obbligazioni 3,50 % netto, create con legge 24 dicembre 1908 (L. 146.460.000).

Obbligazioni 3 % netto, create con legge 15 maggio 1910 (L. 340.440.000).

Un gruppo assai ragguardevole formavano le ferroviarie, divenute parte del debito pubblico con la statizzazione della proprietà delle reti. Citiamo soltanto le più note e di maggior entità:

Obbligazioni 5 e 3 % *Ferrovia Cuneo*, 1855-57 (L. 6.255.100), termine di estinzione 1948.

Obbligazioni 3 % *Ferrovia Vittorio Emanuele*, 1863-68 (L. 107.540.500), termine di estinzione 1961.

Obbligazioni 3 % *Torino-Savona-Acqui*, 1870 (L. 6.918.000), termine di estinzione 1964.

Obbligazioni 5 % *Udine-Pontebba*, 1876 (lire 22.314.500), termine di estinzione 1970.

Obbligazioni 3 % *Livornesi*, 1860 (L. 123.798.500) termine di estinzione 1953.

Obbligazioni 3 % *Lucca-Pistoia*, 1856 (lire 12.017.880), termine di estinzione 1954.

Obbligazioni 5 % *Centrale Toscana*, 1863 (lire 35.723.500), termine di estinzione 1934.

Obbligazioni *Romane*, 1856 (L. 24.549.500), termine di estinzione 1954.

Obbligazioni 3 % *Cavallermaggiore-Alessandria*, 1863 (L. 9.273.500), termine di estinzione 1956.

Obbligazioni 5 % *Tirreno*, 1890-1893 (lire 115.431.500), termine di estinzione 1944.

Menzione speciale richiedono le *Mediterranee, Adriatiche e Sicule*, 1885-89, 3 % (L. 892.364.500), create in cinque serie per raccogliere il capitale necessario alla costruzione delle nuove linee ed alle casse degli aumenti patrimoniali, di cui alla legge ferroviaria del 27 aprile 1885. Dal 1° gennaio 1896 il loro servizio, già garantito dallo Stato, venne assunto dal Debito pubblico, che ne iniziò l'ammortamento, per estrazioni semestrali, nel maggio dell'anno stesso.

Analoghe alle ferroviarie erano alcune obbligazioni per speciali opere pubbliche come le:

Canali Cavour 6 %, 1874 (L. 8.908.500), termine di estinzione 1915.

Lavori Tevere 5 %, 1883-85 e 1894-95 (lire 18.367.000).

Edilizia Roma 5 %, 1892 (L. 4.219.000), termine di estinzione 1942.

Risanamento Napoli 5 % (L. 29.550.500), termine di estinzione 1959.

Tutti codesti titoli si quotano e negoziano tuttora, sebbene il procedere delle estinzioni abbia ridotto a cifre insignificanti parecchi di essi. Parimenti estinti sono i 731 milioni di buoni del Tesoro quinquennali 4 % emessi in due serie nel 1912; primo ed assai fortunato esperimento nostro di tali valori poliennali, che dovevano in seguito moltiplicare i tipi e prendere pōsto sempre più largamente, in Italia come all'estero, nelle colonne dei debiti pubblici.

Una formidabile spinta alla emissione di ogni specie di debiti hanno invero recata la guerra e le vicende finanziarie da cui fu seguita. Compare anzitutto a dominare il mercato, dopo i *tre prestiti nazionali redimibili* 4 $\frac{1}{2}$ % (1^a e 2^a serie) e 5 % creati nella prima fase della guerra (L. 2.498.760.200 in complesso), il *consolidato* 5 %, che, in ripetute emissioni, raggiunge la cifra di L. 34.543.260.100. Gli si aggiunge, nell'ottobre del 1926, il *prestito del Littorio*, del quale sono in circolazione, al principio di febbraio 1928, L. 13.655.030.000.

Altri debiti varî si contraggono intanto, in forme ed occasioni diverse, a condizioni via via

più favorevoli ai sottoscrittori. Un semplice sguardo ai valori di Stato frequentemente iscritti nel listino basta a mostrarne l'incremento quantitativo e la progressiva differenziazione (v. tabella a pagine seguenti.)

Valori di Stato veri e propri sono pure i *Buoni postali fruttiferi*, con interessi composti dal 5 al 6 %, rimborsabili a vista in qualunque momento, creati da Decreto-legge 26 dicembre 1924 e legge 21 marzo 1926. L'interesse cumulato viene riscosso all'atto della presentazione del buono, nella misura del 5 %, dopo il primo e durante il secondo anno, del 5,25 nel terzo, di 5,50 nel quarto, di 5,75 nel quinto e del 6 nel quinto e successivi. Il titolo tende a sostituire parzialmente i buoni del tesoro ordinari e poliennali, che lo Stato ha implicitamente rinunciato ad emettere, convertendo obbligatoriamente quelli precedenti all'ottobre 1926 (tranne i novennali). Per la sua facile riscossione in caso di bisogno, non manca di attrattive.

Si annuncia, mentre correggiamo queste bozze, l'imminente emissione di altri *Buoni fruttiferi della Cassa Depositi e Prestiti*, con scadenza a 12 mesi ed al tasso del 5 % anticipato (scontato nel prezzo del buono). Tagli varî da 500 a 50.000. Prima emissione, 200 milioni.

2. Le differenze di valore corrente che, come si vede, persistono fra titoli di uguale interesse netto

PARTE SECONDA — LE VARIE SPECIE D'INVESTIMENTI

	Ammontare del titolo in circolazione	Periodo di ammortamento	Frutto netto	Prezzi comprende fine giugno 1928 (Borsa di Torino)
<i>Titoli dello Stato</i>				
Rendita 3,50%, netto (1906)	8.140.727.402	cons.	3,50	73,50
» 3,50%, netto (1902)	944.429.246	»	3,50	68 —
» 3% lordo	160.070.665	»	2,28	42 —
Consolidato 5% netto	34.543.260.100	»	5 —	82,70
Consolidato 5% netto (1926, Littorio)	13.655.030.000	»	5 —	82,30
<i>Debiti redimibili</i>				
Prestito nazionale 4,50% (1 ^a e 2 ^a emissione) ..	249.692.600	1939	4,50	80 —
Prestito nazionale 5%	1.249.067.600	1940	5 —	84 —
Buoni Tesoro novennali 5%	6.302.000.000	1931	5 —	94 —
Obbligazioni delle Venezie 3,50%	1.272.334.000	1948	3,50	73 —
Obblig. ferrov. 3% Adri.-Medit. Sicule	830.053.000	1985	11,24	270 —
» 3% S. F. romane	19.419.000	1954	11,22	270 —
» 5% S. F. del Tirreno	79.281.500	1944	19,50	430 —

CAPITOLO SECONDO — GLI IMPIEGHI MOBILIARI

» 3% Vittorio Emanuele	91.677.500	1961	11,70	275 —
» 3% Cuneo	4.043.500	1948	11,70	275 —
» 3% Torino-Savona-Acqui	5 928.000	1964	11,70	275 —
» 5% Uline Pontebba	20 940.000	1970	18,92	350 —
» 3% Lucca-Pistoia (obbligazioni d. L. 420)	9.514.660	1954	9,22	210 —
Obblig. ferrov. 3% Cavallermaggiore-Alessandria	7.418.000	1956	11,22	275 —
» 3% Livornesi	96.906.500	1953	11,20	275 —
» 5% Centr. Toscana e Asciano- Grosseto	23 388 500	1934	18,60	460 —
» Lavori Tevere 5%	11.774.500	1944	19,50	400 —
» edilizi Roma 5%	2.970 000	1942	19 —	400 —
» Risanamento Napoli 5%	25.927.000	1958	19 —	420 —
» 3,50% Cass. 1 ^a (legg. 24 dic. 1908) ...	124.020 000	1960	17,50	340 —
» 3% netto (1910)	287.480 000	1960	15 —	310 —
» 4,75% Reditabili	591.235.000	—	23,70	—
Azioni privilegiate Società Cavallermaggiore-Bra	647.500	1964	—	150 —
Azioni comuni Società Cavallermaggiore-Bra...	6 089.500	1964	—	150 —

si spiegano in parte con preferenze consuetudinarie ed inveterate, rispondenti, in qualche caso, anche a tenaci superstizioni. Così è della ricerca sempre assai attiva che si nota della vecchia rendita $3\frac{1}{2}\%$, il corso della quale si è mantenuto in ogni tempo relativamente più alto di quello dei consolidati bellici e post-bellici. Nelle incertezze delle alterne vicende di guerra e delle agitazioni sociali successive, molti risparmiatori coltivarono l'illusione che, in una catastrofe politica o finanziaria, soltanto l'antico debito sarebbe stato rispettato da qualsiasi governo. Ma a sostenere il titolo concorsero pure ragioni tecniche concrete e giustamente apprezzabili; e anzitutto la quantità non grandissima del medesimo, ed il suo largo collocamento in investimenti nominativi di enti morali o di obbligatorie assegnazioni private (doti, impieghi giudiziari, ecc.). Ho già del resto rilevate le cause per le quali, *cáeteris paribus*, di due valori a reddito fisso è preferibile il men vicino alla pari, per l'eventualità più lontana d'una conversione ed il maggior margine di guadagno sperato dal portatore.

Un altro elemento di sperequazione dei prezzi proviene dal diverso grado di negoziabilità. I prestiti nazionali redimibili $4\frac{1}{2}\%$ e 5% emessi durante la guerra subirono, soprattutto per questa causa, una sensibile svalutazione in confronto al consolidato 5% , dotato di realizzabilità maggiore.

(sebbene meno conveniente, in senso assoluto, del 5 % redimibile, che tuttavia è meno ricercato). E, in ugual modo, le varie obbligazioni si capitalizzano ad un saggio talora notevolmente superiore a quello del consolidato (e cioè valgono comparativamente meno) per la ristrettezza del rispettivo mercato, l'infrequenza delle richieste, la scarsa notorietà; onde chi le possiede, se costretto a liberarsene, deve adattarsi per lo più a qualche perdita.

Il loro relativo buon mercato, confrontato all'effettivo rendimento, appare però meglio ove si tenga conto, oltrechè dell'interesse netto, della quota da aggiungersi al medesimo per le probabilità ed il termine di rimborso alla pari, eventualmente i premi d'estrazione, ecc. Il calcolo tuttavia non è facile, nè può pretendere ad esattezza tassativa (almeno ai fini pratici), rimanendo incerta l'epoca del sorteggio entro la durata della mora prevista dal piano di ammortamento. A semplice esemplificazione dunque ed in via approssimativa possiamo riferire il tasso di capitalizzazione reale di qualcuno dei suddetti titoli, al momento in cui scriviamo (dicembre 1927):

	Anno di estinzione	Reddito netto al corso attuale
Obbligazioni Venezia 3½% . . .	1948	6,70%
Buoni Tesoro Nov.li a premi 5% .	1931	8,75%
F.F. it. M. A. S. 3%	1985	6 %
» romane 3%	1954	8,75%
» Vittorio Emanuele 3%	1961	7,60%
» Tirreno 5%	1944	6,20%
» Livornesi 3%	1953	7,10%

Posto che il debitore è unico, ognuno vede le prospettive di proficui arbitraggi che offrono ad un risparmiatore attivo ed accorto differenze tanto considerevoli. Siccome però a parecchie di esse corrispondono disparità di altri vantaggi reali, riguardo almeno alla liquidità dell'impiego, nel procedere all'acquisto converrà tener conto delle proprie esigenze patrimoniali, in quanto consentano o meno di tenere in portafoglio dei valori poco esitabili, in caso di improvvise occorrenze.

3. La particolare fiducia che il pubblico italiano dimostrò sempre nella garanzia dello Stato fece sì che molte imprese la invocarono ed ottennero come valido appoggio ad emissioni obbligazionistiche occorrenti ad opere di generale utilità. La serie di tali titoli è quindi discretamente lunga ed offre possibilità di impieghi spesso abbastanza convenienti. Si noverano fra essi:

Cartelle ordinarie di credito comunale e provinciale 3 $\frac{3}{4}$ % netto, emesse a L. 1000 a cominciare dal 1908, rimborsabili alla pari in 50 anni dalla data di emissione (1958), mediante estrazioni annuali; reddito netto, L. 37,50 valore attuale (compenso fine gennaio 1928) L. 670.

Cartelle credito provinciale 3 $\frac{3}{4}$ % netto (ex-prestito Roma), emesse nel 1904 a L. 500, estinguibili entro il 1955, mediante estrazioni annuali. Se ne

fa il pagamento all'estero in oro, limitatamente ai soli titoli che, trovandosi in proprietà di stranieri, risultarono di aver sostituite le vecchie obbligazioni 4 % del prestito di Roma (1883) esistenti fuori d'Italia al momento della sostituzione; reddito netto, L. 18,80; valore attuale L. 345.

Obbligazioni Ferrovie Reali Sarde 3 % lordo, estinguibili entro il 1975 per estrazione annuale, alla pari di L. 500; reddito netto L. 11,46; valore attuale L. 240.

Obbligazioni Ferrovie Secondarie Sarde 4 % netto, estinguibili nel 1976, per estrazione annuale alla pari di L. 500. Hanno vincolate pel loro servizio tutte le ragioni di credito verso lo Stato; cosicchè rappresentano vere delegazioni di un credito iscritto nel bilancio pubblico; reddito netto L. 20; valore attuale L. 305.

Prestito unificato della Città di Napoli 5 % lordo, estinguibile nel 1979, per ammortamento annuale. Risultò dalla fusione di parecchi precedenti prestiti della città, di cui lo Stato si fece garante, assicurando il pagamento degli interessi e del capitale, r. n. lire 3,72; v. a. lire 56.

Obbligazioni Consorzio di Credito per Opere Pubbliche 5%, estinguibili nel 1959, r. n. lire 25; v. a. lire 410.

Obbligazioni Consorzio Credito per Imprese di pubblica utilità, 6%, estinguibili entro il 1959,

r. n. lire 30; v. a. lire 460 (assimilate per ogni effetto alle cartelle fondiarie).

Obbligazioni Ferrovie Danubio-Sava Adriatico (v. pag. 194), r. n. dol. 1,54 (lire 29,26), v. a. lire 230.

Obbligazioni Consorzio per l'Industria zolfifera in Sicilia, 3,65%, redimibili scalarmente in 12 anni dall'emissione.

Obbligazioni Società Italiana Servizi Marittimi, 4% netto, estinguibili entro il 1928; r. n. lire 20; v. a. 945 (titoli da 1000).

Obbligazioni del Credito Fondiario del Banco di Napoli, in liquidazione, 3½%. Emesse nel 1896 ed estinguibili in 50 anni a lire 500. Sostituirono le vecchie 5%, sotto la garanzia dello Stato, che garantì interessi ed ammortamento, r. n. lire 17,50; v. a. lire 410.

Buoni sovvenzioni su valori industriali (1927), 6 % anticipato. Emessi in relazione allo smobilizzo delle operazioni del Consorzio per sovvenzioni su valori industriali, a mezzo della Banca d'Italia.

Come dotati di doppia garanzia (dello Stato e dell'ente emittente) i valori di questo gruppo appaiono, quanto a sicurezza, preferibili a quelli di diretta creazione dello Stato, oltrechè danno in parecchi casi (tenuto conto dei rimborsi) un frutto superiore. Soltanto dal punto di vista della pronta negoziabilità, parecchi lasciano alquanto a desiderare.

4. Valori semi-pubblici possono pure, fino a un certo punto, considerarsi in Italia le cartelle del credito fondiario, emesse privilegiatamente da istituti autorizzati, con norme tassativamente prescritte per legge. Non raggiunsero mai esse fra noi popolarità e diffusione comparabili alle germaniche od alle francesi; onde, nel 1914, la loro somma complessiva non superava i 500 milioni di lire, che si ridussero notevolmente nei successivi anni, quando il deprezzamento monetario consentì a molti di estinguere anticipatamente, con fortissimo utile, il loro debito.

Finchè poi durò l'ondeggiare incerto dei cambi, anche le cartelle fondiarie seguirono la sorte degli altri impieghi a reddito fisso, guardati con non ingiustificata diffidenza dal pubblico. Nè certo contribuì a diffonderle il trattamento tributario che subirono. Ma esse beneficiano ora della ripresa di tutto il comparto, e tendono ad estendersi per la crescente domanda di mutui fondiari in senso proprio ed agrari, benchè abbiano invece subito un arresto gli edilizi. La molteplicità dei loro tipi riproduce, in certo modo, la storia delle variazioni del saggio corrente di interesse per impieghi di tutto riposo durante il lungo periodo trascorso dalla data delle loro prime emissioni. Il tempo di ammortamento comprende normalmente 40 o 50 anni e si compie alla pari, senza premi (come invece avviene in parecchie serie francesi).

Figurano regolarmente alla quota:

	Interesse netto	Corso attuale (nne gennaio 1885)
Cartelle fondiarie Cassa di Risparmio		
Milano 6%	30 —	494
Cartelle fondiarie Cassa di Risparmio		
Milano 5%	25 —	454
Cartelle fondiarie Cassa di Risparmio		
Milano 4%	20 —	406
Cartelle fondiarie Cassa di Risparmio		
Milano 3½%	17,50	400
Cartelle fondiarie già Banca Nazio-		
nale 3¾%	18,74	440
Cartelle fondiarie Istituto it. C. F. 5% .	25 —	420
Cartelle fondiarie Istituto it. C. F. 4½% .	22,50	390
Cartelle fondiarie Istituto it. C. F. 4% .	20 —	380
Cartelle fondiarie Istituto it. C. F. 3½% .	17,50	350
Cartelle fondiarie Monte Paschi 6% .	30 —	483
» Monte Paschi 5% .	19,24	415
Cartelle fondiarie Monte Paschi vecchie		
4½%	17,32	380
Cartelle fondiarie Monte Paschi vecchie		
3½%	17,50	378
Cartelle fondiarie Opere Pie di San		
Paolo 3¾%	18,75	425
Cartelle fondiarie Opere Pie di San		
Paolo 3½%	17,50	375
Cartelle fondiarie Opere Pie di San		
Paolo 5%	25 —	432
Cartelle fondiarie Cassa Risparmio di		
Verona 3¾%	18,75	435
Cartelle fondiarie Istituto Credito fon-		
diario delle Venezie 6 %	30 —	469
Cartelle fondiarie Istituto Credito fon-		
diario delle Venezie 5 %	25 —	429

	Interesse netto	Corso attuale (fine gennaio 1928)
Cartelle fondiarie Credito fondiario di		
Gorizia 4½%	4,50	50
Cartelle fondiarie Credito fondiario di		
Gorizia 4%	4 —	48
Cartelle fondiarie Credito fondiario di		
Gorizia 5%	5 —	91
Cartelle fondiarie Istituto credito fon-		
diario di Gorizia 5%	25 —	470
Cartelle fondiarie Cassa Risparmio di		
Bologna 3½%	17,50	395
Cartelle fondiarie Cassa Risparmio di		
Bologna 5%	25 —	429
Cartelle fondiarie Cassa Risparmio di		
Bologna 6%	30 —	483
Cartelle fondiarie Credito Fondiario		
Venezia Tridentina 5%	5 —	90
Cartelle fondiarie Credito Fondiario		
Istria 5%	5 —	85
Cartelle fondiarie Credito Fondiario		
Sardo 6%	30 —	457
Cartelle fondiarie Credito Fondiario		
Sardo 4½%	22,50	375
Cartelle fondiarie Istituto nazionale		
credito edilizio 6%	30 —	380

La parte avuta dall'abuso di questa forma di credito nella crisi bancaria del 1889-94 ha molto insegnato agli istituti che, per espressa delegazione, lo praticavano; onde le norme per la concessione dei mutui, i criteri di stima, la misura delle sovvenzioni sono quanto mai restrittive. Finchè tale

prudente linea di condotta verrà mantenuta, e non si rinnoveranno le pressioni politiche che furono allora in buona parte responsabili del dissesto, la solidità di questo impiego rimarrà soddisfacentissima. Naturalmente, dato che esso riposa sopra pegni reali, la bontà del titolo di credito è legata alla fermezza del loro valore. Un forte deprezzamento dei terreni o delle case si ripercuoterebbe fatalmente sulla consistenza di questi mutui. Gioverà sapere, a tal riguardo, che in Italia il credito fondiario più che ad imprese agricole servì di preferenza ad imprese edilizie, campo meglio soggetto a perturbazioni di congiuntura, come la crisi ricordata dimostrò meglio di ogni altra. Comunque, stante la possibilità di disfarsene appena si intraveda in tal senso qualche pericolo, la cartella fondiaria (oggi assai fruttifera) deve ritenersi preferibilissima al mutuo diretto per gli investimenti ipotecari immobiliari.

5. Dai prestiti contratti in vario tempo da enti locali trassero origine anche in Italia numerose obbligazioni, di vario tipo e rendimento. La leggerezza con cui tali operazioni furono condotte nel primo periodo dell'unità rese però allora non di rado insolventi i debitori, tantochè di parecchi comuni fu dichiarato il vero fallimento, od il concordato, previa sospensione dei pagamenti (Ancona, Avellino, Castellammare di Stabia, Cercemag-

giore, Chieti, Comacchio, Corato, Foggia, Gissi, Grumo, Nevano, Lacedonia, Livorno, Maddaloni, Montedoro, Oristano, Paola, Pescara, Sparoni, Troia, Tropea). Ciò certo concorse a screditare codesto impiego, ponendo gli enti pubblici minori nella impossibilità di procurarsi capitali se non attraverso i mutui privilegiati della Cassa depositi e prestiti o delle Casse di Risparmio, che, sebbene con maggiori cautele, continuavano a praticarli.

Dopo l'opera di riordinamento, di controllo e di epurazione compiuta, spesso per intervento dello Stato, nelle amministrazioni più dissestate, la fiducia è in parte rinata. Per cui, oltre alle città principali, la cui solvibilità si era sempre generalmente mantenuta superiore ai sospetti, anche comuni più piccoli poterono nuovamente fare appello, in occorrenze straordinarie, al mercato diretto; onde i titoli di questa specie in circolazione sono oggi assai numerosi.

Mazzucchelli elenca, al 31 dicembre 1924, i seguenti:

Bologna provincia. - Obbligazioni 1903, 3,50 %, per la R. Università, capitale 1.300.000, estinzione 1939.

Genova provincia. - Obbligazioni 1892-1908, 4 % netto, capitale 13.000.000.

Genova provincia. - Obbligazioni 1909-1910, 3 $\frac{3}{4}$ % netto, capitale 3.000.000.

Genova provincia. - Obbligaz. 1903, 4 %, cap. 1.181.000, estinzione 1954.

Piacenza provincia. - Obbligaz. 4 % netto, estinz. 1933.

Reggio Emilia. - Obbligaz. 6 % netto, capitale 465.000, estinzione 1932.

PARTE SECONDA — LE VARIE SPECIE D'INVESTIMENTI

COMUNI	Data di emissione	Importo nominale emesso L.	Valore nominale L.	Tasso interesse %	Durata del prestito anni	Importo delle obbligazioni circolanti il 31 dicembre 1924 L.
Ancona	1900	1.816.320	422	5	56	1.350.369
Arosio	1924	10.000	100	5	25	40.000
Biella	1911-1913	917.500	500	4	45	569.000
„	1909	143.000	500	3 ³ / ₄	30	135.500
„	1921	1.600.000	500	6	27	1.580.500
Bologna	1903	3.310.000	500	3 ¹ / ₂	36	1.701.500
„	1904	6.772.500	500	3 ¹ / ₂	50	5.558.500
Bordighera	1896	170.000	500	5	27	70.000
„	1914-1911	314.000	500	4 ¹ / ₂	35	258.000
„	1910	800.000	1.000	4	35	609.000
Busto Arsizio	1916-1924	2.910.000	1.000	5	35	2.758.800
„	1910	314.500	500	4	35	344.500
Canogli	1915	60.000	500	5	18	1.60.000
Como	1918	2.700.000	500	5	40	2.633.000
Cremona	1912	1.510.000	100	4 ¹ / ₂	30	700.000
Chieti	1886	818.000	500	4 ¹ / ₂	30	158.500
„	1902	35.500	100	4 ¹ / ₂	25	11.800
Genova	1912-1913	1.010.000	1.000	3	40	767.000
„	1913	310.000	1.000	3	40	285.000
„	1914	5.214.000	500	4	55	5.076.500
„	1914	310.000	1.000	3 ³ / ₄	30	282.000
„	1915	1.610.000	1.000	3 ³ / ₄	14	289.000
„	1916	110.000	10.000	3	10	10.000
„	1917	310.000	10.000	3	8	50.000
„	1919	50.010.000	50	5	40	48.500.000
„	1922	25.010.000	1.000	5	15	22.400.000
„	1923	10.000	10.000	3	8	40.000
„	1923	50.010.000	1.000	5	30	34.125.000
„	1924	30.010.000	1.000	5	4	30.000.000
Greve	1922	1.510.000	1.000	5	5	537.600
Firenze	1880	54.010.000	100	3	59	23.190.000
Imperia	1923	510.000	500	6	30	500.000
Legnano	1915-1923	810.000	100	4	25	397.000
„	1924	1.010.000	1.000	5	10	1.000.000
Lucca	1903	2.010.000	500	4	50	809.000

CAPITOLO SECONDO — GLI IMPIEGHI MOBILIARI

Modena	1913	10 000 000	100	1	12 321 000
Modena	1919	50 000 000	100	4	12 351 000
Modena	1922	5 000 000	500	5	47 287 000
Modena	1922	1 000 000	1 000	5	5 000 000
Modena	1923	2 000 000	500	2	660 000
Modena	1898-1892	248 088 500	500	4	1 753 500
Napoli	1881	98 063 810	100	3 1/2	12 126 205
Napoli	1895	2 210 000	500	5	87 991 000
Napoli	1907	1 417 100	500	5	1 607 900
Napoli	1911	1 430 000	250	4	150 000
Napoli	1909	550 000	500	1	137 750
Napoli	1906-1911	3 700 000	500	3	363 000
Napoli	1888	675 000	100	4 1/2	2 912 000
Napoli	1913	100 000	90	3 1/4	393 300
Napoli	1901	111 000	250	4	76 250
Napoli	1893	120 000	1 000	4	96 000
Napoli	1904	1 000 000	100	5	120 000
Napoli	1919	6 000 000	1 000	3 1/4	132 504 500
Napoli	1893-1900	1 145 000	500	5	5 962 500
Napoli	1904	1 066 000	500	4 1/2	1 068 500
Napoli	1905-1907	1 375 000	250	5	935 500
Napoli	1912	120 000	500	4	1 114 500
Napoli	1922	500 000	500	4	72 100
Napoli	1901-1912	5 252 000	500	5	482 600
Napoli	1914	300 000	1 000	4	4 458 000
Napoli	1915	254 000	500	4 1/2	272 000
Napoli	1916	53 000	1 000	5	164 000
Napoli	1916	200 000	1 000	4	31 000
Napoli	1916	332 000	1 000	5	200 000
Napoli	1919	8 900 000	1 000	11	235 000
Napoli	1905	2 221 000	500	5	8 000 000
Napoli	1914	10 300 000	500	4	2 221 000
Napoli	1916	10 000 000	500	4	9 302 500
Napoli	1895	2 332 077	1200	4	9 645 000
Napoli	1887	100 000	500	5	1 941 720
Napoli	1906-1908	182 000	500	4	325 200
Napoli	1920	150 000	500	4	212 000
Napoli	1921	72 000	500	5 1/2	430 000
Napoli	1924	81 500	500	5 1/2	67 000
Napoli	1893	2 393 000	500	6 1/2	81 500
Napoli	1907	3 300 000	500	4	995 000
Napoli			500	3 3/4	2 686 000

Sassari. - Obbligazioni 1887, 6 % netto, estinzione 1934.

Istria. - Obbligazioni 1900, 4 $\frac{1}{2}$ %.

CONSORZI. - *Consorti di bonificazione dell'Agro mantovano-reggiano.* - Obbligazioni 1900, 4 % netto; cap. 10.200.000, estinzione 1950.

— *Consorti dei Comuni di Tortona, Viguzzolo, ecc., per la ferrovia Tortona-Valcurone.* - Obblig. 1898, 5 % netto, capitale 216.500, rimborso 1938.

Altre emissioni di prestiti comunali avvennero, con qualche frequenza, negli anni successivi al 1924, periodo di grande espansione delle spese pubbliche locali, ed ancora sono in vista (mentre scriviamo se ne annuncia uno di 80 milioni al 6 % della Città di Torino, emesso a 475).

Eccezione fatta per le emissioni delle grandi città, quotate sovente nelle rispettive borse, sarebbe difficile per le altre indicare, a un dato momento, il corso approssimativo di probabile realizzo. Si tratta, in molti casi, di operazioni di piccola entità, compiute sopra un mercato strettamente locale con l'intervento di qualche istituto di credito regionale o cittadino; ed i cui titoli si trovano perciò collocati in modo assai stabile in portafogli particolari, che assai di rado li negoziano. Tale del resto deve essere il normale carattere di codesti impieghi, dei quali soltanto chi vive sul luogo ed ha diretta conoscenza dello stato dell'ente emittente può, senza troppo rischio, interessarsi. La diversità stessa dei saggi dei vari prestiti sincroni indica le difficoltà che spesso si presentarono nel

lanciarli. E meglio ciò si vedrebbe se fosse dato riportare i prezzi a cui molti di essi furono ceduti nell'atto dell'emissione. Risparmiatori informati ed avveduti poterono così certo in questo campo raccogliere utili non spregevoli. Ma forse furono più numerosi gli illusi dall'attraenza dei patti, che ebbero poi, in un modo o nell'altro, a pentirsene. Senza il possesso di notizie sicure e di mezzi efficaci di controllo, l'avventurarsi in questo genere di affari rimane dunque sommamente aleatorio.

6. Le obbligazioni emesse da aziende private non ebbero mai in Italia importanza e mercato comparabili a quelli, per es., della Germania, dove, nel 1912 ne erano in circolazione per poco meno di 3 miliardi di marchi. Dipende certo il fatto dal grado più modesto del nostro sviluppo industriale; ma anche dal trattamento legale e fiscale, che rende difficile l'emissione e poco conveniente questo tipo di titolo, tanto per le società che per risparmiatori.

Dispone infatti il Codice di commercio (art. 171) che « le società non possono emettere titoli di obbligazioni al portatore o nominativi per somma eccedente il capitale versato e tuttora esistente secondo l'ultimo bilancio approvato ». L'art. 172 dichiara poi che a tale operazione, anche se statutariamente prevista e consentita, occorre il voto favorevole di tanti soci rappresentanti almeno la metà del capitale sociale, intervenuti ad una

assemblea alla quale siano rappresentati almeno i tre quarti. Gravano inoltre su questi valori aliquote di ricchezza mobile, di circolazione, ecc. assolutamente ignote ad altri paesi, come ha ben mostrato Alberto Geisser, fin dal 1911 (*Riforma sociale*, 1911, giugno) ed hanno ampiamente confermato le discussioni svoltesi al Congresso delle Società per azioni di Torino nel giugno di quell'anno (riassunte in *Rivista delle Società commerciali*, luglio 1911). Giustamente fu allora notato che gli ostacoli posti dalla legge e dal fisco al propagarsi del comodo strumento di credito furono in parte responsabili delle difficoltà creditizie delle nostre aziende e dell'alto costo a cui dovettero spesso procurarsi il capitale liquido occorrente. Mentre l'infrequenza e l'entità relativamente scarsa delle loro emissioni le rese generalmente poco accette al pubblico, che del resto non fu mai posto in grado di conoscerne ed apprezzarne i pregi comparativi da pubblicazioni sistematiche, ufficiali o private (soltanto l'Annuario del *Sole* pel 1911 diede un elenco delle Società che avevano emesse obbligazioni, riferendone la cifra complessiva in 1418 milioni; ma senza dedurre i rimborsi già effettuati, le condizioni, i tassi, i termini di estinzione, ecc.).

Le ulteriori falcidie di reddito toccate agli obbligazionisti, come contribuenti di R. M. in cat. A, per effetto degli inasprimenti tributari di guerra; le perdite che loro reca lo svilimento monetario;

unite alle incomodità spesso grandissime che essi devono sopportare per la riscossione degli interessi o del capitale estratto (almeno strano sembra al riguardo la condotta di molte aziende emittenti) non concorrono certo a diffonderne la popolarità e la ricerca. Recentemente poi altri impedimenti furono posti a crearne di nuove, in relazione alla politica limitatrice della dilatazione degli impianti connessa alla battaglia monetaria. Siccome però, appunto per tali ragioni, il loro tasso di capitalizzazione risulta spesso alto, riferito al prezzo corrente a cui vengono offerte, esse offrono talvolta la prospettiva di discreti affari per chi, conoscendo con sicurezza le condizioni dell'impresa di cui diviene creditore, faccia, al momento opportuno, degli oculati acquisti. Ma la massima attenzione richiede l'indole e la consistenza delle garanzie prodotte. Nè può l'obbligazionista dormirsene in pace fra due guanciali, nel riposante riflesso del pegno ipotecario privilegiato, che lo rende indipendente dalle sorti dell'azienda. È raro che, nel fallimento di una società, anche i creditori più tutelati riescano incolumi. Ed anche il semplice dissesto preliminare provoca per lo più sospensioni di pagamento di interessi, ritardi di ammortamenti, preludio quasi sempre a concordati falciatori (Il recente caso del *Lloyd Mediterraneo* ne ha offerto un saggio istruttivo). Chi dunque decide un impiego di questo genere, associa, in realtà, la

propria fortuna a quella dell'industria; in grado minore, certo, dell'azionista; ma senza alcuna prospettiva, d'altro lato, di partecipazioni ai lucri, oltrechè alle perdite.

Dalle ottime *Notizie statistiche sulle Società italiane per azioni*, pubblicate nel 1925 dal *Credito Italiano*, si rileva che al 31 dicembre 1925 le Compagnie emittenti di obbligazioni erano 162, per un capitale di lire 6.818.115.775, diviso in 3.112.398.500 obbligazioni, di cui 2.328.762.516 ancora circolanti a quella data. Non vigendo fra noi l'usanza, frequente in altri paesi, del rimborso totale a data fissa, tutte erano rimborsabili per sorteggio annuale.

In via di informazione trascrivo dall'ultimo *Movimento economico dell'Italia*, edito dalla *Banca Commerciale Italiana*, l'elenco delle principali obbligazioni private che si negoziano nelle Borse italiane, coi corsi massimi e minimi del 1926 (v. pagine 232 e 233).

Per parecchi titoli, come si vede, la maggiore e la minima quotazione coincidono (sebbene il 1926 sia stato anno movimentatissimo); il che conferma che essi vengono pochissimo trattati e che i prezzi indicati sono spesso nominali, per cui, volendo realizzare, difficilmente si raggiungono.

In questi ultimi anni da enti pubblici e privati furono contratti in America importanti prestiti obbligazionistici, di cui riferiamo, per informazione,

l'elenco, con la quotazione odierna (2 marzo 1928),
alla Borsa di New York:

Prestito Italiano 7 % : 98 $\frac{1}{4}$.
 Istituto Pubblica Utilità 7 % : 97 $\frac{3}{4}$.
Inter Power serie *D* p. Italgas 7 % : 98.
 Idem per Edison 6 $\frac{1}{2}$ % : 93 $\frac{1}{2}$.
 Idem serie *E* per Edison 7 % : 97.
 Idem serie *F* per Adamello 7 % : 97.
Unes con warrant 7 % : 105 $\frac{1}{2}$.
Fiat con warrant 7 % : 105 $\frac{2}{8}$.
Fiat senza warrant 7 % : 95.
Montecatini con warrant 7 % : 106.
Lombarda distr. energia elettr. 7 % : 97 $\frac{5}{8}$.
Lloyd Sabaud 7 % : 98.
 Consorzio opere pubbl. decenn. 7 % : 96 $\frac{1}{2}$.
 Idem ventennali 7 % : 96.
 Prestito Roma 6,50 % : 93 $\frac{3}{4}$.
 Prestito Milano 6,50 % : 93.
 Meridionali di Elettricità 7 % : 98 $\frac{7}{8}$.
 Pirelli 7 % : 106.
 Adriatica di elettricità 7 % : 98 $\frac{3}{4}$.
 Isarco 7 % : 93 $\frac{3}{4}$.
 Fraschini: 99 $\frac{1}{2}$.

7. L'andamento dei nostri valori a reddito fisso durante l'inflazione fu, generalmente, migliore di quanto certi aspetti della mutevole situazione avrebbero talvolta potuto far temere. Specialmente i titoli di Stato beneficiarono sempre della inveterata predilezione che nutriva per essi buona parte del pubblico; oltrechè rifletterono nei loro corsi i favorevoli effetti del sostegno continuo e larghissimo che, per sollecitudine del governo, tutti gli istituti di credito, semi-pubblici ed ordinari, loro concessero, mediante abbondantissimi acquisti. Anche nei

PARTE SECONDA — LE VARIE SPECIE D'INVESTIMENTI

	Saggio di interesse	Borsa	Valore nominale	Quotazione nel 1926	
				massima	minima
Italiana E. De Angeli	4	Milano	500	450	445 —
Elettrica Bresciana	4 1/2	—	—	400	400 —
Miriera Elba	4 1/2	—	—	460	400 —
Orobica	4 1/2	—	—	400	400 —
Atanello	4 1/2	—	—	400	332 —
»	6	—	—	460	335 —
Adriatica Elettrica	4 1/2	—	—	40	335 —
Brela	4	—	—	425	410 —
Elettrica Nigi	4 1/2	—	—	445	410 —
Pirelli	4 1/2	—	—	450	430 —
Edison	6	—	—	494	438.50
Ilva	5 1/2	—	1000	818	702.50
Savona	4 1/2	—	500	450	450 —
Elba	4 1/2	—	—	470	450 —
Acquedotto Marcia	5	Roma	—	465	410 —
»	4	—	—	370	348 —

CAPITOLO SECONDO — GLI IMPIEGHI MOBILIARI

Angelo-Romana Gas (1918)	4	—	—	207	195
» (1913)	4	—	—	360	350
» (1913)	4½	—	—	—	—
» (1918)	5½	—	—	410	395
» (1923-25)	5½	—	—	425	405
Società imprese elettriche Roma	4½	—	—	360	360
Acquedotto De Ferrari-Galliera	4½	—	Genova	410	375
It. Carburio Calcio	4½	—	—	—	—
Officine Elettriche Geovesi	4½	—	—	385	320
Grande Albero Rapallo	4½	—	—	410	380
Soc. Torinese Tramvie e Ferr. economiche	—	—	Torino	350	350
Strade F.F. Mediterranee	4	—	Milano	335	290
» Meridionali	3	—	—	303	259
» Sade A	—	—	Torino	290	280
» Sarde B	—	—	—	285	276
Società Varese imprese elettriche	4½	250	Milano	190	180
Società Veneta Ferrovie secondarie	4½	500	—	400	360
Società Romana Tramways Omnibus	4	250	Roma	215	200
Alti Forni, Fonderie Acciaieria Terni	4	500	Milano	410	400
Alti Forni, Fonderie Piombino	4½	—	Genova	420	395

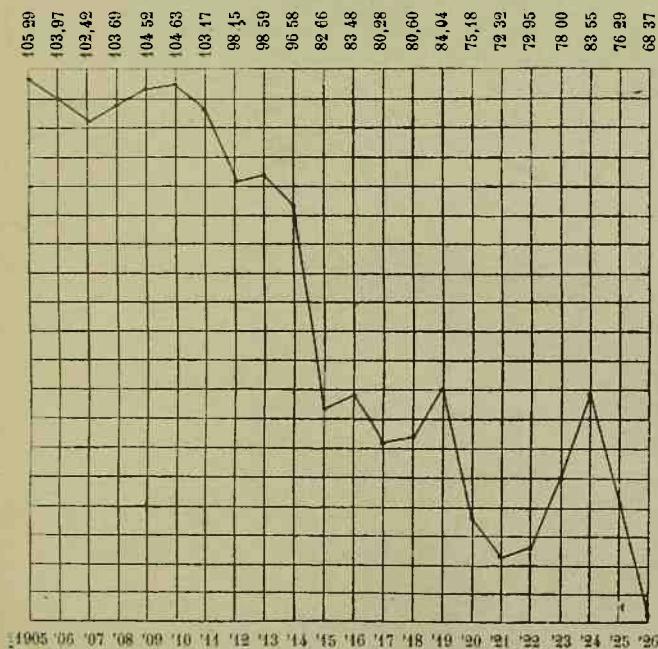
momenti perciò in cui le sorti della valuta parvero volgere decisamente al peggio, e si profilarono in taluni ambienti i primi indizi di una « fuga della lira », la vendita dei vari consolidati per parte dei loro portatori non si manifestò mai con generalità ed imponenza tali da farne precipitare troppo i prezzi. Ci vollero in realtà parecchi anni prima che la massa dei risparmiatori comprendesse ed interpretasse rettamente la rivoluzione profonda recata dall'inflazione alla gerarchia dei valori, mentre i più serbarono a lungo un'ingenua fede nel progressivo, spontaneo riassetto dei cambi, alla alterazione dei quali si assegnavano, anche ufficialmente, altre cause. I piccoli e medi portafogli serbarono così tenacemente i loro titoli di rendita, senza avvertire l'ingente falcidia a cui giorno per giorno il loro capitale era silenziosamente sottoposto. L'imposta quasi integralmente espropriatrice che lo Stato prelevò sui suoi creditori risultò in realtà infinitamente meno avvertita e risentita del prelievo, relativamente tanto tenue, della patrimoniale o della minacciata prescrizione di nominatività dei titoli.

Al chiudersi della guerra il deprezzamento dei principali titoli pubblici non risultava complessivamente troppo accentuato. Nel gennaio 1919 la rendita $3\frac{1}{2}$ quotava 80,10; il consolidato 5%, 86,12; il 3% lordo, 56; le obbligazioni ferroviarie 3%, 308; le *Vittorio Emanuele*, 345; il Prestito

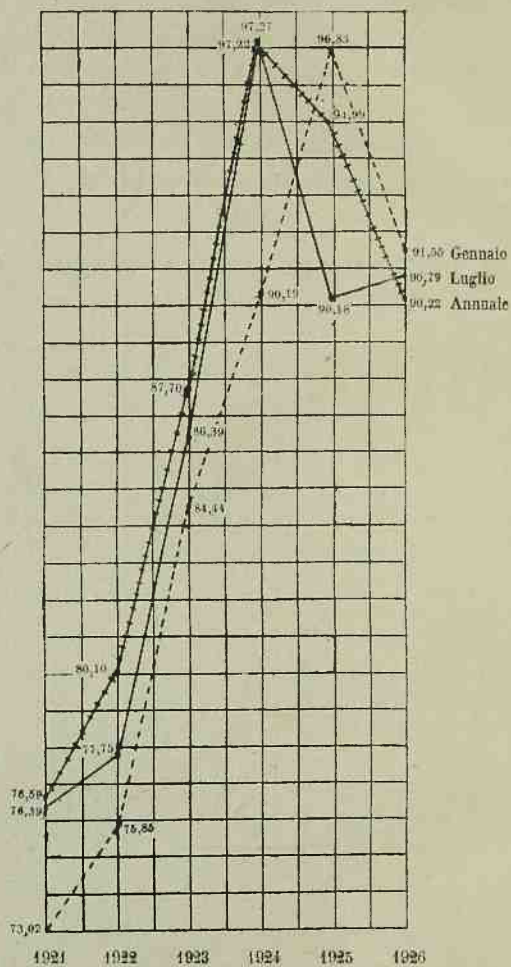
nazionale $4\frac{1}{2}$, 81; ed il 5%, 86. L'offerta ingente e continua di nuovi titoli che si era prodotta non ne aveva quindi abbassato proporzionalmente il corso.

Esprimendo graficamente l'andamento dei due valori principali dal 1920 in poi, si assiste ad una accelerata decadenza, in un primo tempo, poi ad una ripresa, seguita da nuova flessione e, recentemente, da un altro rialzo:

Rendita $3\frac{1}{2}$ 0/0. - Medie annuali dei corsi ufficiali per contanti, dal 1906 (data della conversione).



Consolidato 5%, media dei corsi ufficiali dal 1921.

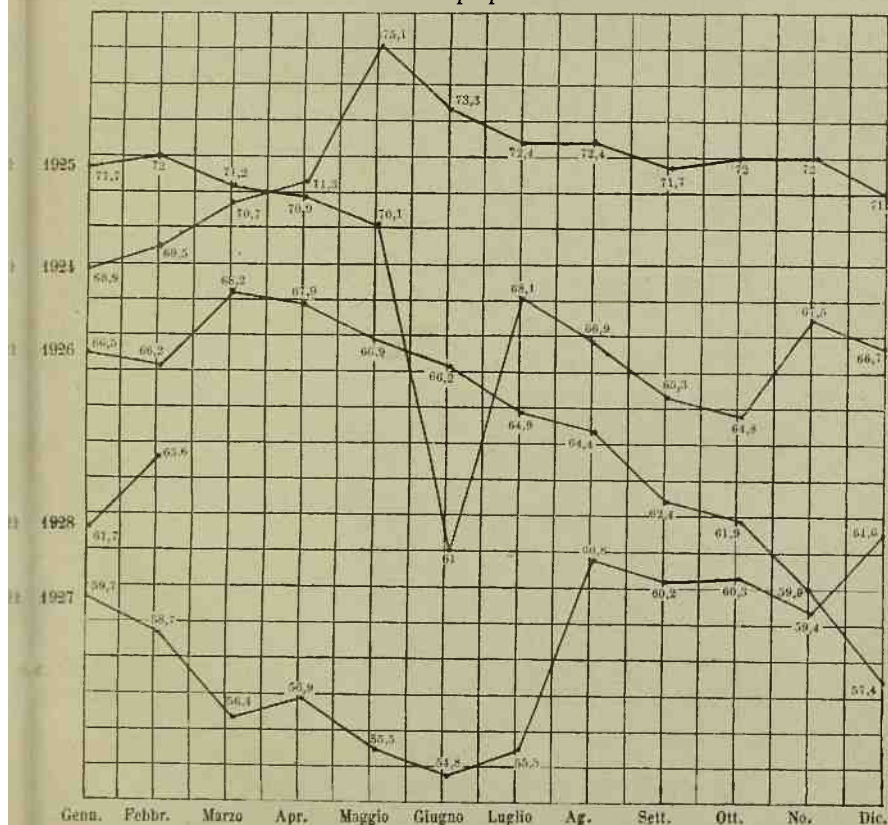


Allargando poi il calcolo all'insieme dei valori di Stato, di vario tipo, e seguendone più analiticamente le variazioni, si ottiene, per gli ultimi quattro anni, le seguenti curve:

Indici delle quotazioni per i titoli dello Stato (BACHI)

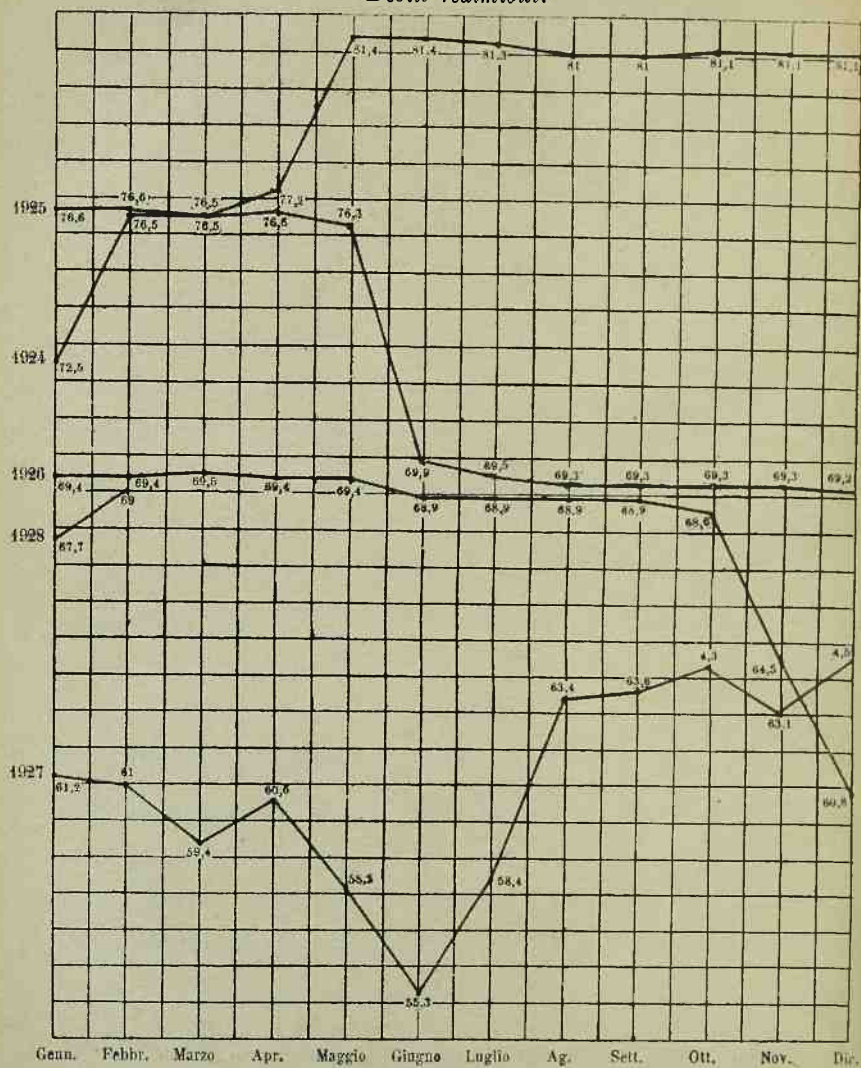
(media prezzi 1913 = 100).

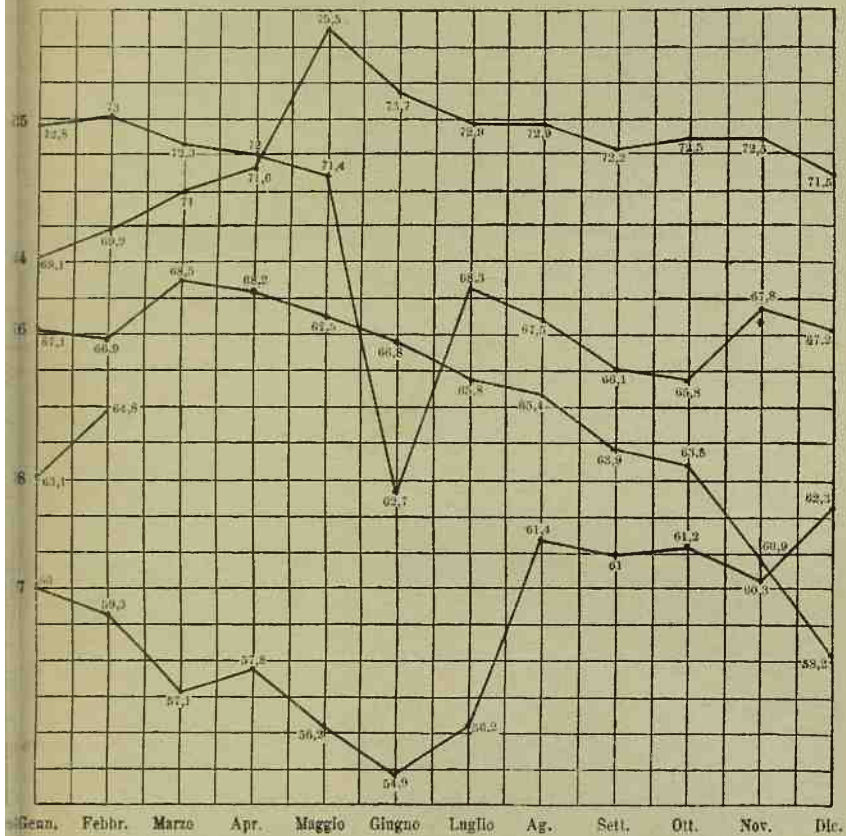
Debiti perpetui.



PARTE SECONDA — LE VARIE SPECIE D'INVESTIMENTI

Debiti redimibili.



Complesso dei titoli di Stato.

Come era facilmente prevedibile, la stabilizzazione monetaria ha intensificata considerevolmente la ricerca di valori a reddito fisso, e in particolar modo degli statali, data la brillante solidità con cui la finanza ha affrontata e condotta a termine la complessa operazione. Con le prime settimane del 1928 infatti questo comparto del listino tende ad un deciso aumento; sotto l'azione pure della crescente abbondanza di danaro liquido presso gli istituti di deposito e della tendenza universale alla flessione del saggio di investimento (della quale i corsi dei titoli a frutto invariabile devono evidentemente avvantaggiarsi). Se il movimento continuerà, ritornerà plausibile, per alcuni valori più favoriti, l'ipotesi della possibile conversione, immediata od anticipata; per cui, acquistandoli sopra la pari, si correrebbe rischio di perdere. Ma è per ora pericolo eccezionale e non prossimo; nè tale da distogliere i risparmiatori da questo campo di impieghi, finchè almeno sull'orizzonte politico internazionale non si addensino nubi foriere di nuove burrasche.

F) *I valori a frutto variabile.*

1. Prima del 1914 la diffidenza verso le azioni industriali era una specie di precetto assiomatico per la maggioranza dei comuni risparmiatori, almeno in alcuni paesi. Si ripeteva come massima

indiscutibile il detto famoso del barone di Rothschild: « Se volete dormir bene e mangiar male, comprate dei fondi di Stato; se volete mangiar bene ma dormir male, comprate delle azioni ». Il Leroy-Beaulieu stesso, pure rilevando i pregi degli investimenti aleatori, non osava consigliarli a redditi modesti, pei quali una perdita anche limitata significa sensibile disagio. E se in taluni luoghi (come specialmente in Germania) il pubblico partecipava già largamente ai finanziamenti di industrie, ciò avveniva soprattutto pel tramite delle banche e degli altri istituti collettori dei fondi liquidi privati.

La regola non rispondeva, fin d'allora, al massimo vantaggio economico, come provano i citati confronti fra il guadagno realizzato da investitori in azioni e in obbligazioni durante il trentennio che precede la guerra. Ma si tratta di larghi calcoli di medie, nei quali molte rovine industriali son compensate da fortune, nel complesso indiscutibilmente prevalenti. L'astensione sospettosa dei capitalisti men forti non poteva dunque dirsi totalmente irragionevole ed ingiustificata.

L'aspetto della questione si presenta certo alquanto diverso da quando l'imprevedibile ciclone monetario ha rovesciato d'un tratto le posizioni, danneggiando prima di tutti gli altri proprio coloro che ritenevano di avere scelte le più solide. È incontestabile che, qualunque sia la perdita sofferta

da determinati gruppi di azioni (sulla base del confronto aureo), il danno subito dai portatori di titoli a reddito fisso risultò ben più forte, onde, contrariamente a tutti i pronostici, le prime e non i secondi divennero per più anni oggetto di ricerca, come titoli di rifugio se non di definitivo riposo.

Il lento ripristino della moneta sana dovunque la vita economica si riassetta sta però nuovamente mutando l'angolo visuale da cui fa d'uopo prospettare il problema. Ma del panico naturalissimo che sconvolse subitamente e screditò gli andazzi tradizionali rimane indubbiamente un residuo nel diminuito feticismo per quelle formule semplicistiche, e nell'abito più diffuso a riconoscere che non da una sola parte stanno le eventualità di rischio. Si è così formata una mentalità, nel complesso, più favorevole ad includere nei patrimoni privati almeno una quota di valori mobiliari a reddito variabile; il che, possiamo aggiungere, è elemento assai favorevole allo sviluppo dell'educazione economica ed alla prosperità delle imprese produttive.

2. Una premessa indispensabile per chi, senza velleità di speculare, entri in questo ordine di idee consiste nella ben radicata consapevolezza che, nel campo degli acquisti azionari, le precauzioni prescritte per qualsiasi altro impiego devono elevarsi almeno alla seconda potenza.

Un arguto scrittore consiglia al *rentier* volenteroso qualche discreta visita ad un originale tipo di *bouquiniste*, che, sui *quais* della Senna, si è fatta una specialità della rivendita, poco più che a peso di carta, di titoli di società fallite. I riflessi suggeriti da quella miseranda esibizione sono, secondo lui, supremamente istruttivi. La verità è che la massima prudenza e lo studio più diligente e pacato dei termini concreti del problema, caso per caso, sono elementari requisiti di successo in un terreno irto di pericoli innegabili, anche se non propriamente seminato, come tanti immaginano, di trabocchetti, imboscate, minacce e catastrofi, peggio della classica taverna dei quaranta ladri.

Qualche norma generale è stata al riguardo dettata, che, con criterio di relatività, può sempre valere. Il punto di massima utilità per l'investitore si trova evidentemente là dove il grado di sicurezza dell'impiego sommato alla sua probabilità di plusvalenze dà la cifra più alta. Ma le difficoltà di scoprirlo sono almeno tanto grandi come quelle di realizzarlo, dopo che lo si è identificato; posto che i due requisiti procedono generalmente in senso opposto, sebbene non in ragione inversa.

I consulenti finanziari più autorevoli sogliono distinguere le imprese emittenti in tre gruppi, escluse quelle che posson considerarsi nate-morte, e che sono numerosissime. Tali categorie comprendono: a) le iniziative contenenti un vigoroso

germe di sviluppo; *b*) le arrivate a piena maturità e quindi probabilmente destinate a rimanere un certo tempo stazionarie; *c*) quelle che contengono un principio di deperimento. L'attribuzione ad una di codeste classi dell'affare che vi viene proposto costituisce il problema pregiudiziale, denso delle maggiori incognite. Salvo molte brillanti eccezioni, per i grandi valori molto antichi e molto prosperi, e perciò altamente quotati, le probabilità di discesa sono maggiori che le prospettive di ulteriore valorizzazione. Un organismo industriale non può crescere indefinitamente; giunge di necessità il momento nel quale, sia delle scoperte tecniche sia delle fortunate concorrenze ne arrestano i progressi o lo costringono a retrocedere. Coloro quindi che aspirano ad accrescere, con gli impieghi azionari, il proprio patrimonio, devono volgere di preferenza l'attenzione ai valori più giovani, dotati di maggior forza ascensionale. Ciò tuttavia non significa che le nuove emissioni o le imprese che ancora non hanno superata la fase iniziale, sempre critica, siano consigliabili a chi, per speciali circostanze, non abbia modo di apprezzarne con sicurezza la reale consistenza. Conviene sempre che il titolo abbia subita, entro una certa misura, la prova del tempo; che sia noto al pubblico, quotato in varie borse e soprattutto *classato* convenientemente. Giova a tal riguardo sapere che l'introduzione di un valore azionario sul mer-

cato dei valori avviene, per lo più, ad un prezzo superiore al nominale, per opera del gruppo di capitalisti o delle banche che, in un primo tempo, lo sottoscrivono. Il consorzio che ne ha assunto il lancio incomincia generalmente a preparare l'ambiente con una campagna di pubblicità e con voci abilmente diffuse; quindi fa iscrivere il titolo alla quota per un corso sopra la pari, per se stesso già remunerativo pei promotori. Per vincere poi la diffidenza del pubblico (che, come è notissimo, compra al rialzo e vende al ribasso) si spinge per qualche tempo il corso; cosa non difficile, anche con una domanda assai tenue, dato che il sindacato, detentore della totalità delle azioni, può contrarre a suo piacere l'offerta. Il favorevole andamento così provocato riesce a distribuire lo *stock*, con guadagno netto pei venditori. Ma, anche trattandosi di impiego buono, è raro che il prezzo artificiale di introduzione si mantenga. Talvolta il ribasso non si produce subito; ma la prima circostanza sfavorevole basta a determinarlo, riconducendo, attraverso contrastanti oscillazioni, il corso ad un livello meglio corrispondente alla realtà concreta. Finché pertanto un titolo non è stato ancora da qualche tempo debitamente assorbito dal mercato ed è prevalentemente detenuto da intermediari intesi a manovrarlo (sia perchè di emissione recente, o di carattere speculativo), il risparmiatore che non

aspiri a giocare soltanto sulle differenze agirà saggiamente astenendosi dall'interessarvisi.

A parte del resto questa doverosa precauzione, la scelta di un impiego fra le imprese suscettibili di sviluppo comporta altre cautele non meno necessarie; fra le quali in special modo quella di procedere a gradi, aumentando l'investimento a mano che le incertezze si attenuano; e di praticare rigorosamente e largamente il principio della massima distribuzione di collocamento.

Fra le società di prospettive ascensionali e quelle contenenti un germe di possibile deperimento sta però la categoria, molto più numerosa, delle imprese che han superata la fase progressiva ma non son prossime ancora alla decadenza, oppure le cui condizioni di funzionamento non comportano, per natura loro, che sorti uniformi e mediocri. Offrono le une e le altre affidamenti di una certa stabilità, che le raccomanda a chi voglia trarre dal proprio capitale un utile abbastanza regolare e relativamente sicuro, ma leggermente superiore a quello di un impiego in titoli pubblici. Lo studio delle garanzie e della solidità dell'affare riesce, in questo caso, meno complicato, per la maggior notorietà e le più diffuse informazioni sul medesimo. Occorre comunque, prima di deciderlo, un procedimento di investigazione e di calcolo sistematico, senza il quale i rischi di delusione e di errore risultano numerosissimi.

3. Assegnare un valore ad un titolo a reddito variabile è problema tutt'altro che semplice, anche se chi lo affronta si appaghi di conclusioni molto approssimative.

Il quesito, di cui già parlammo genericamente, della determinazione del suo reddito reale si pone anzitutto in modo categorico. Come scorgere, sotto il dividendo apparente, il reddito effettivo?

Fra le deduzioni che devono farsi per ottenerlo, non ha prevalente importanza (come invece per le obbligazioni) il premio di assicurazione contro il possibile deprezzamento monetario, in periodo di inflazione e di cambi incerti; perchè uno dei pregi essenziali di un buon titolo azionario consiste appunto nell'adattarsi automaticamente, fino a un certo punto, alle fluttuazioni di tal specie. Siccome tuttavia, nel caso di tracollo della moneta, anche le azioni deprezzano (l'esempio di questi anni in tutti i paesi lo ha abbondantemente provato), un risparmiatore prudente non riposerà troppo su codesta confortante sicurezza, e, nei periodi di valori nominali oscillanti, costituirà un fondo di riserva, destinato a premunirlo contro le alee di simile natura. Negli squilibri cagionati dalle rivoluzioni monetarie, ciascun gruppo reagisce in modo diverso, ed in misura per lo più imprevedibile. Un prelievo medio sul reddito del portafoglio, a titolo di cautela contro le eventualità peggiori, permette di affrontarle senza danno eccessivo.

Un secondo accantonamento però, e questo di carattere normale, si impone, per prevedere le variazioni a cui son soggetti i dividendi delle imprese. In un portafoglio ben ripartito le plusvalenze e le falcidie a ciò dovute si equilibrano approssimativamente; ma la compensazione non si verifica nel caso di crisi generale o nazionale, che riduce il frutto di tutto il capitale investito nelle industrie. Vero è che le società meglio amministrate prevedono esse stesse l'evento e pongono ogni studio nel mantenere la stabilità del dividendo, accumulando a tal uopo riserve palesi ed occulte negli anni prosperi. Accade tuttavia altresì che talune di esse, per non venir meno al proposito e sostenere il proprio credito, distribuiscono, nei periodi difficili, degli utili prelevati, non da un apposito fondo di conguaglio, ma dalle riserve costituite ad altri fini. Si indebolisce allora manifestamente la consistenza patrimoniale dell'impresa, onde il reddito apparente si trasforma in vera menomazione del valor capitale del titolo. A tale pericolo l'azionista deve ovviare con una quota di risparmio individuale adeguata.

La congiuntura infine che forma, a un dato momento, la fortuna di un'azienda o di un ramo di industria è soggetta a mutamenti naturali. Col tempo la produzione si trasforma, la moda cambia, i brevetti cadono nel dominio pubblico, le miniere si esauriscono, le concessioni terminano. Il corso

dell'azione ne subisce un progressivo, per quanto lento sgretolamento. Meglio, in tal caso, liberarsene, liquidando appena la tendenza si delinea e prima che maturi. Ma se per qualche motivo non si possa o voglia farlo, è indispensabile prelevare dal reddito una quota speciale di ammortamento.

La ragione od il pretesto pei quali molti possessori di azioni trascurano di economizzare sistematicamente in vista di reintegrare le perdite di capitale a cui anche il gestore più avveduto e prudente non riesce sempre a sottrarsi, consiste nella speranza di plusvalenze di una parte del portafoglio, che compensino a usura la flessione di altre. È calcolo però troppo fondato sul caso. Come pericoloso appare far soverchio affidamento sul diritto alle riserve occulte, che le migliori società si sforzano di accumulare, non distribuendo e dissimulando parte dei loro utili. Certo il procedimento ha procurato talvolta dei cospicui guadagni agli azionisti pazienti. Le amministrazioni che lo praticano fanno, in certo modo, il tornaconto dei soci contro la volontà stessa di costoro, badando all'interesse durevole e definitivo dell'ente, anzichè al desiderio di pronto realizzo dei partecipanti all'affare spesso soltanto temporaneamente. Essi vengono così, ed in parte a loro insaputa, costretti ad un impiego a interesse composito. Perchè però l'operazione sia realmente vantaggiosa occorrono due condizioni. In primo luogo

che l'impresa sia solida; giacchè, ove sia minacciata dall'evoluzione economica o tecnica, i benefici accumulati ed investiti in impianti non più utilizzabili non fanno che accrescere la perdita complessiva. Bisogna secondariamente che i capitali reinvestiti ottengano un saggio di remunerazione superiore a quello corrente sul mercato, altrimenti l'azionista guadagnerebbe economizzandoli direttamente. Non vogliamo inoltre tacere altri e gravi pericoli che minacciano le riserve accumulate, specie se travestite e nascoste. Lo Stato può confiscarne una parte, con qualche riforma o ingegnoso accertamento e interpretazione di imposta. Più di frequente poi amministratori senza scrupoli riescono ad impadronirsene con una di quelle abili manovre a cui gli aumenti improvvisi di capitale, le opzioni privilegiate, le combinazioni *a catena* offrono occasioni notissime. Il nome di « società pompa » applicato a quella di esse che, dominando un determinato gruppo, svuota le altre delle loro attività migliori, defraudandone i titolari legittimi, rende pittorescamente l'immagine di quanto, non purtroppo di rado, si è visto in tal campo. Se dunque le riserve eccezionali della società a cui si appartiene rappresentano indiscutibilmente un risparmio collettivo di cui è giusto che ciascuno tenga conto, sarebbe almeno prematuro considerarle per guadagni individuali già realizzati, che esimano dalle norme precauzionali dianzi enunciate.

4. Ridotto il reddito di un titolo al netto di tutti i premi di assicurazione ed ammortamenti generici, resta il problema di valutarlo intrinsecamente, studiandone i peculiari attributi economici, finanziari e giuridici. Il risultato che così si ottiene è il più delle volte assai diverso da quello a cui si giunge capitalizzando al tasso normale il frutto netto calcolato come sopra. Il corso di borsa, anche seguito per qualche tempo, non basta a determinarlo; tanto più in epoca di perturbazioni monetarie, in cui si rende incerta la distinzione fra valori nominali e reali. Sebbene, invero, sia indubitabile che, a lungo andare, la borsa finisce per riflettere nella sua quotazione l'effettiva consistenza di un titolo, essa può tuttavia, per un certo periodo, esprimere errori di opinione notevoli circa il pregio del medesimo. La differenza fra reddito netto capitalizzato e prezzo di mercato rappresenta ciò che fu chiamato « la capitalizzazione delle speranze », ossia l'anticipazione delle plusvalenze future. In massima sarebbe imprudente calcolare troppo largamente codesto margine, pagando molto caro i così detti « valori in vedetta », che han parecchi caratteri del biglietto di lotteria. Quando soprattutto il livello generale dei prezzi tende a ribassare, le aspettative di forti guadagni di congiuntura arrischiano fortemente di rimanere deluse. Soltanto comunque un esame analitico, caso per caso, può fornire i dati di un concreto giudizio.

Offrono gli elementi del medesimo la contabilità della società emittente e le notizie che è dato ottenere sul suo andamento. In quasi tutti i paesi sono stati pubblicati dei buoni repertori (alcuni dei quali a carattere periodico), nei quali il capitalista desideroso di istruirsi trova il compendio storico di ciascun affare di qualche importanza, che permette di seguire l'evoluzione di una società finanziaria, dalla sua fondazione. In Francia viene giustamente raccomandato a tal fine l'*Annuaire de la Chambre syndicale des agents de change*; in Svizzera le bellissime pubblicazioni informative del *Crédit suisse* (l'ultima edizione è del 1927) e del *Bankverein*; in Italia le ottime *Notizie statistiche sulle Società per azioni*, pubblicate a cura del *Credito Italiano*, per opera benemerita di Mario Mazzuchelli (2^a ediz., 1925). Ma evidentemente il conoscere i precedenti sommari di un'impresa non basta a farne apprezzare la situazione, che meglio si incomincia a scorgere esaminandone prospetti e bilanci.

Circa i primi non sembra esagerato il consiglio del Withers, di tener sempre, per sistema, gli occhi bene aperti. «Tutti i prospetti — scrive l'arguto economista — devono essere aperti col più sospettoso spirito critico, e con la più pessimistica inclinazione a credere che essi sono delle trappole seducenti apprestate da qualche finanziere industrioso per alleggerire il lettore di un poco del suo danaro.

Bisogna escludere *a priori* qualsiasi presunzione favorevole; e, nel dubbio, decidere sempre contro l'esponente. In fatto, molti di questi documenti sono proposte perfettamente ragionevoli, avanzate da persone correttissime; ma, quando appartengono a tale categoria, essi han tutto da guadagnare ad uno scrutinio per quanto scettico; mentre, se d'altra specie, è un vero servizio per la collettività il cestinarli senza complimenti. Allorchè arrivano per posta, o si esibiscono sulle colonne di qualche giornale, il vostro primo istintivo pensiero sarà che esiste qualcuno al quale occorre il vostro danaro e che costui dev'essere un discendente di Dick Turpin, bramoso di calcarne le orme gloriose praticando il brigantaggio in una forma più moderna e molto meno attraente ».

Ciò premesso, e dopo aver accuratamente controllato se la società nuovamente formata ha debitamente adempito a tutte le formalità legali, in modo da escludere qualsiasi eccezione circa la sua piena validità giuridica, l'attenzione si porterà sul rapporto fra capitale ed eventuale debito obbligazionario, sull'esistenza o meno di azioni preferenziali o di comando (a voto plurimo), ecc. Il nome degli amministratori ha pure grandissima importanza, ben essendo noto che la loro nomina per parte degli azionisti si risolve in una formalità ed in una finzione legale, mentre ne è sempre preordinata la scelta iniziale e predisposto, per coopta-

zione, il rinnovamento. Nei primi tempi della diffusione delle anonime era frequente la consuetudine di porre a capo delle imprese persone di notoria onorabilità estranee agli affari, la cui fama insospettabile doveva costituire la miglior garanzia per il pubblico. Nel fatto però ciò non servì che a compromettere molti bei nomi e moltiplicare gli inganni a carico dell'ignara folla risparmiatrice. Oggi si prescelgono generalmente delle individualità rappresentative dell'abilità e del successo industriale e commerciale, dotate di indiscutibile competenza per la funzione che son chiamate ad adempiere. Ma non sempre la molteplicità, talvolta stragrande, degli impegni loro consente di occuparsene con l'assiduità richiesta. Nè talvolta la loro probità è uguale al loro valore tecnico. L'azionista non si pentirà considerando preventivamente con cura quest'aspetto della questione, in base alla conoscenza diretta od alle informazioni sicure riguardo ai promotori. Il rilievo si applica tanto agli affari nuovi come a quelli che, ad un certo punto, subiscono un rinnovamento radicale di elementi direttivi. Chi tiene in portafogli titoli di società attraversanti codesta fase, deve considerarli da quel momento quasi alla stregua di un affare nuovo, anche se pel passato tutto procedette nel miglior modo, con sua piena soddisfazione.

La lettura di un bilancio di un'anonima già in funzione dovrebbe, per molti versi, informarci,

meglio dei suoi prospetti introduttivi, del grado di convenienza che essa presenta. Disgraziatamente però un profano non iniziato al senso preciso delle cifre che lo compongono ne sa esattamente quanto prima, dopo averle contemplate con tutta l'attenzione. Ciò proviene dal contenuto inevitabilmente generico delle diciture sintetiche sotto le quali vengono designati i vari capitoli, indipendentemente dalla possibilità di manipolazioni fraudolente, per presentarli in modo da dissimulare, anzichè da rendere perspicua la realtà.

Il bilancio patrimoniale dovrebbe dare la fisionomia economica dell'ente in un dato momento: il conto d'esercizio riassumere gli introiti e le spese di un esercizio. Troviamo iscritti nel primo, all'attivo, il danaro in cassa, i crediti verso gli azionisti o verso terzi, i valori in portafoglio, gli immobili di proprietà, gli impianti, le materie prime e le merci in magazzino, in qualche caso l'importo di un brevetto acquistato, di un nome commerciale o marca di fabbrica, ecc. Figurano per contro nel passivo i debiti d'ogni specie, a cominciare da quelli contratti con gli azionisti, cioè il capitale sociale. Gli estranei a queste materie rimangono talvolta stupefatti trovando il capitale registrato al passivo (ricordo che, tempo fa, un egregio magistrato ravvisò in tale fatto, per lui inesplicabile, la prova evidente di una intenzionalità delittuosa di certi amministratori!). Nulla tuttavia di più natu-

rale, se si riflette che, alla liquidazione, la società è in obbligo, teoricamente, di restituire agli azionisti il loro contributo. Al debito così contratto formano contropartita i beni nei quali si è investito il versamento degli azionisti. Analogamente dicasi delle riserve, la costituzione delle quali, mediante accantonamento di utili, si traduce in due iscrizioni di bilancio: all'attivo le cose ed i valori in cui il prelievo si è impiegato; al passivo la nuova somma dovuta ai soci, oltre al capitale sottoscritto. Di natura diversa sono invece i risparmi accumulati per far fronte a previsti bisogni straordinari; partita suscettibile di mutarsi in riserva vera e propria, ove la erogazione a cui era destinata non abbia a farsi; ed anche soggetta ad aumento con storni dalla riserva effettiva, nel caso che la necessità abbia superata l'impostazione insufficiente. Spesso le due forme di cumulo prudenziale non risultano nel bilancio ben distinte. Onde fa d'uopo badare attentamente se le cifre che le rappresentano riguardano riserve *libere* o *vincolate*. I debiti veri e propri infine verso terzi assumono tipi molteplici: prestiti obbligazionistici, anticipi delle banche, crediti di fornitori non saldati. I dati del conto profitti e perdite completano il quadro dell'economia dell'azienda, scrivendo da un lato i capitoli di reddito lordo (affitti di immobili, interessi del portafoglio, prodotto lordo dell'esercizio industriale, ecc.), dall'altro le spese corrispondenti

(generalì, imposte, ammortamenti, prelievi per riserve, utili distribuiti). Un commento al prospetto sintetico viene fatto nella relazione annuale del consiglio di amministrazione e dei sindaci; e le società più serie non trascurano di integrarlo, comunicando notizie più o meno ampie sulla situazione e valore di ciascun immobile, la costituzione del portafoglio, ecc. Da tanti elementi di giudizio sembrerebbe assicurato il cosciente orientamento dell'azionista.

Basta però la più superficiale considerazione della varietà quasi infinita di cose che, sotto uno stesso nome, possono includersi nei bilanci, per far comprendere l'impossibilità pratica di ricavarne nozioni concrete, per chi non sia diretto testimonio della vita dell'azienda. Ciascuna delle innumerevoli operazioni classificate nei diversi gruppi può essersi risolta in un guadagno od in una perdita senza che ciò minimamente appaia dal resoconto che ne è dato. Agli immobili patrimoniali stimati al prezzo di acquisto, possono essere applicate delle quote di ammortamento insufficienti; i titoli in portafoglio vengono valutati arbitrariamente (per lo più per l'importo a cui furon comprati, corretto, nei migliori casi, in base alle oscillazioni di borsa); il prezzo attribuito alle merci in magazzino risulta eminentemente soggettivo, e si sottrae a qualunque controllo; i crediti trascurano spesso le eventualità di insolvenza. Quando s'aggiunga l'infedeltà

degli amministratori, l'oscurità congenita del bilancio si presta mirabilmente alle allucinazioni illusorie, in cui le cifre ambigue e reticenti servono a travestire in stupendi successi le situazioni più critiche. In tempi di sovvertimento monetario, il calcolo sull'ignoranza e la buona fede altrui ha potuto imperversare più impunemente, giocando sull'equivoco dei valori nominali e reali. Non ingiustificata è dunque l'opinione comune della insufficienza dei resoconti societari ad illuminare il pubblico risparmiatore.

Le cause di insincerità, e quindi le ragioni di legittima diffidenza verso i bilanci correntemente pubblicati, sono state lapidariamente riassunte dal Broglia nella seguente serie di, purtroppo frequentissimi, abusi:

a) Esagerata o irrazionale valutazione del capitale fisso od insufficiente applicazione dei deprementi al valore del medesimo;

b) Valutazione eccessiva od irrazionale delle merci, dei prodotti e del materiale in corso di lavorazione;

c) Esagerata ed irrazionale valutazione dei titoli;

d) Irrazionale aumento delle spese di impianto;

e) Compenso di partite attive con equivalenti partite passive nel bilancio patrimoniale e compenso di partite di spese con equivalenti partite rappresentanti profitti o proventi nel conto eco-

nomico (pericolosissima ed assurda pratica, poichè mentre i debiti devono essere pagati nella totalità, i crediti posson subire forti falcidie. Con la medesima vien tolto il mezzo di apprezzare i veri oneri pesanti sull'azienda);

f) Riserve occulte, per formare e celare le quali occorrono le più oscure manipolazioni contabili, con la conseguenza di togliere ogni fedeltà al bilancio.

Soltanto chi ha competenza non superficiale in materia finanziaria riesce talvolta, e fino a un certo punto, a desumere qualche direttiva plausibile dalla crittografia dei bilanci, e sempre, ad ogni modo, seguendone per un certo tratto la serie (poichè quanto si nasconde nell'uno finisce per comparire nei successivi, all'occhio dell'osservatore esperto). Se la società ha fornito, oltre ai dati del consuntivo schematico, notizie analitiche sulle singole partite, sarà tentabile la ricostruzione di alcune di esse: valutazione degli immobili applicando i principî d'una gestione rigorosa; stima del portafoglio, sulla base delle quotazioni presenti e del credito dei titoli che lo compongono; calcolo del movimento di affari, con l'aiuto di confronti con altre ditte più note; conto dei debiti, in relazione alle scadenze e (ai giorni nostri) alla valuta in cui furono stipulati, ecc. Possiamo inoltre, entro certi limiti, stabilire se il rapporto fra immobilizzazioni e disponibilità liquide non sia troppo basso,

paragonato a quello di società simili ed ai principi generali di un saggio equilibrio dei mezzi. Condotte sopra una successione di più bilanci, le osservazioni relative a tali punti rivelano spesso delle direttive tendenziali che sono della più alta importanza ad apprezzare la serietà e l'ordine con cui è governata l'azienda. Non altrimenti in un conto di esercizio, il confronto per più anni dei vari introiti, delle spese generali, degli utili netti riesce assai istruttivo; permettendo di vedere se l'entrata aumenta più rapidamente delle spese generali, e di accertare gli effetti della congiuntura economica sull'andamento dell'affare.

Ciò nonostante, anche per il lettore di bilanci in grado di interpretarli, le deduzioni che può trarne rimangono largamente congetturali, e comunque insufficienti a fornirgli da sole elementi sicuri di decisione. Nei paesi soprattutto dove la pressione fiscale altissima, aggravata da una giurisprudenza ultra-restrittiva, spinge a moltiplicare le dissimulazioni e nascondere nelle *pieghe* dei rendiconti finanziari buona parte delle gestioni sociali, è vano sperare di ricavarne norme di condotta precisa. Il ricorso pertanto ad un consulente ben iniziato e di matura esperienza si impone categoricamente a chi voglia accostarsi a questa specie di investimento.

Nel mondo anglo-sassone la funzione viene spesso assolta da banchieri, che si sono specializzati in

tale opera intermediaria, dipinta giustamente dagli illustratori del fenomeno (Sturgis) come una nuova professione, resa necessaria dalla straordinaria complessità assunta dal mercato finanziario. Là dove invece (come in Italia) le banche speculano largamente esse stesse su ogni specie di titoli, partecipano a emissioni e gestioni industriali, manovrano la quota ed i riporti, ecc., i consigli che posson dare devono accogliersi in molti casi con beneficio di inventario. Meglio adatti perciò all'ufficio di consulenti sembrano i più reputati agenti di cambio e gli uomini di affari dotati di ampia e sicura coltura economica e di senso pratico consacrato da un solido successo.

Quanto più, in realtà, il campo degli investimenti si dilata, sorge e si sviluppa nel medesimo una nuova, vera professione — quella dell'impiego del risparmio, — che richiede un corredo di cognizioni forse superiore a quello di qualsiasi altra. L'estrema complicazione delle incognite incluse nel problema di convertire in capitale il risparmio lo rende praticamente insolubile a chi, per preparazione adatta ed abito consueto, non sappia misurarne con la voluta prontezza almeno le principali probabilità. « La sagacia di un investitore — dice il Roberts — è oggi giudicabile in gran parte dall'intelligenza con cui egli sa scegliere, non l'impiego, ma il banchiere che deve procurarglielo ». Il che è vero non soltanto per l'acquisto, ma soprattutto per la

sorveglianza ulteriore e la gestione del portafoglio azionario, soggetto a continue mutazioni dei fattori di rischio, tanto connesse alle moltiplicate interdipendenze del mercato da sfuggire ad ogni apprezzamento individuale del capitalista non specializzato.

Diffidare dunque della semplice guida istintiva del proprio buon senso e non procedere se non previa consultazione alle migliori fonti diventa, in questo campo, una necessità non meno categorica che quella di far appello alla scienza dell'avvocato o del medico prima d'affrontare una questione legale o di adottare un regime sanitario suggerito da qualche empirico.

5. L'opportunità di utilizzare la competenza dei tecnici nell'amministrazione di un patrimonio azionario non esclude, pel suo possessore, quella di procurarsi personalmente al riguardo una certa coltura generica, indispensabile, fra l'altro, a fargli distinguere fra i vari consulenti il più attendibile per intelligenza e probità. Sapere qualcosa delle grandi correnti che regolano le vicende del mercato; conoscere le caratteristiche peculiari almeno delle varie categorie di titoli che vi sono offerti, costituisce un minimo di informazione individuale, rifiutando di acquistare la quale il compratore d'azioni merita la definizione di lui data da un ameno scrittore: « Pecora abitualmente, tigre in

qualche momento, ma sempre bestia!». Conviene riassumere brevemente qualcuna di tali nozioni.

Riguardano esse anzitutto alcuni fatti economici elementari, riguardo ai quali l'ignoranza del gran pubblico è semplicemente incredibile. Tipico fra gli altri il modo come esso suole interpretare certi indici della situazione, a cui inveterati pregiudizi tendono a dare un significato diametralmente opposto alla loro reale portata. Così accade, ad esempio, dell'eccesso delle importazioni sulle esportazioni, volgarmente ritenuto come fenomeno sfavorevole e dannoso al mercato, mentre esprime, il più delle volte, la grande prosperità del medesimo. Non altrimenti si dica del livello dei salari, che molti confondono con costo del lavoro; il quale invece è pure in funzione dell'efficienza degli impianti e della perfezione di organizzazione, per cui a mercedi più alte posson corrispondere, in un paese, costi lavorativi inferiori a quelli di un altro. Il termine «sovra-produzione» viene similmente usato molto impropriamente, generando frequenti equivoci. Bisogna ricordare che il fenomeno non può manifestarsi contemporaneamente in tutti i rami di attività; perchè i desiderî umani, nel loro complesso, sono illimitati. Esiste soltanto una produzione squilibrata, vale a dire che l'offerta di un articolo può superare la capacità di assorbimento dei consumatori, che non producono a sufficienza altre cose da scambiare col medesimo.

La sovra-produzione è pertanto una situazione che sorge in determinate industrie, non mai per l'industria nel suo insieme, e che, per conseguenza, meriterebbe con ugual ragione il nome di sotto-produzione. Una maggior dimestichezza col senso reale di questi e di altri consimili concetti ed espressioni sembra dunque esigenza pregiudiziale, per impostare correttamente il giudizio sopra un evento od una situazione, e trarne norme di condotta pratica.

Un problema riguardo al quale soprattutto occorrono al risparmiatore idee semplici e precise è quello delle cause, dei sintomi e del decorso di ciò che si soglion chiamare i cicli economici periodici. L'apprezzamento delle condizioni generali, e quello del momento opportuno per comprare e per vendere piuttosto una categoria che un'altra di valori, ne dipendono essenzialmente.

Un ciclo economico — spiega perspicuamente il migliore dei loro studiosi, il Mitchell — consiste in una discretamente regolare successione di eventi concatenati, pei quali un periodo di depressione genera una fase di prosperità, ed inversamente la seconda riconduce alla prima. Nei tempi di affari stagnanti, il consumo si restringe meno rapidamente della produzione. La restrizione di quest'ultima ha eliminati dall'impiego i lavoratori di categoria inferiore. Le aziende meno efficienti sono state chiuse. I prezzi delle materie prime sono

discesi più presto di quelli dei prodotti finiti. Si è spesso utilizzata la momentanea inoperosità degli impianti per ripararli e modificarli. La vendita dei prodotti accumulati ha forniti i mezzi per estinguere i debiti. I depositi bancari sono aumentati, riducendosi in conseguenza il tasso del danaro per brevi prestiti. In complesso i costi di produzione complessivi si sono ridotti più dei prezzi delle rispettive merci, onde il margine di profitto unitario è aumentato, pur rimanendo inferiore, per lo scemato volume della produzione, il profitto complessivo. Tale stato dura più o meno a lungo, finchè un nuovo evento (richiesta eccezionale improvvisa di qualche articolo; raccolti favorevoli; iniziativa fortunata dei più coraggiosi, ecc.) non determina un movimento, da cui rinasce la fiducia. L'attività allora riprende, con tanto maggior successo in quanto al dilatato volume del prodotto corrispondono, da principio, costi ancora bassi. La tendenza allora si accentua. La mano d'opera meno efficiente viene gradatamente riassorbita. Il prezzo delle materie greggie, i salari, gli interessi crescono più rapidamente che non i prezzi di vendita. La produttività media del lavoro diminuisce, anche per l'allungamento degli orari e per la rimessa in attività degli impianti peggiori. Il profitto unitario cade. Il ricorso al credito diviene più generale ed urgente, onde le banche, depauperate di depositi, lo rendono caro e difficile. Si

preparano così tutti gli elementi per un nuovo rovesciamento di situazione, che accade fatalmente, non appena l'aumento del consumo subisce un arresto ed un piccolo regresso, costringendo a contrarre la produzione fino al limite a cui il profitto unitario tenuissimo ormai raggiunto non basta più a tener in piedi l'impalcatura ipertrofica che si è venuta formando. La durata del ciclo completo si suole ritenere di circa un decennio, con sotto-cicli secondari di tre a quattro anni; ma è ovvio che gli avvenimenti improvvisi ed importanti (guerre, abbondanza di raccolti, ecc.) esercitano un'azione preponderante sullo sviluppo del medesimo, e devon pertanto venir attentamente sorvegliati da chi costruisca calcoli sulle fluttuazioni previste.

L'investitore bada evidentemente anzitutto all'andamento dei profitti, dai quali dipende la sicurezza del suo reddito, sia di interessi che di dividendi. Ma egli è pure fortemente interessato al saggio del danaro, che governa in larga misura il corso del capitale investito (il quale si muove in direzione opposta a detto saggio). Torna quindi di somma importanza per lui seguire le variazioni cicliche del frutto del danaro e le loro influenze sul prezzo dei titoli.

Durante la depressione, le banche si colmano di depositi, che malvolentieri imprestano direttamente alle industrie, per l'incertezza del futuro, e dai

quali ricavano un interesse assai modesto nelle diminuite operazioni a breve termine. Spesso allora esse acquistano buone obbligazioni, il corso delle quali incomincia ad elevarsi. Per analoghe ragioni, il pubblico, diffidente di impieghi azionari, segue un'eguale condotta. Il saggio di capitalizzazione tende così a ridursi, determinando estinzione per rimborso dei debiti contratti a prezzi più alti. Ma giunge l'ora nella quale l'accensione di nuovi debiti, cagionata dal ritorno della congiuntura industriale propizia, supera la estinzione dei precedenti. Essa coincide con quella nella quale le banche, nuovamente sospinte verso gli impieghi speculativi, realizzano il loro portafoglio obbligazionistico per procurarsi i mezzi a più ardite operazioni. Anche se agiscono ancora forze contrarie, la corsa ascendente nel corso delle obbligazioni tocca il suo apice e tende a flettersi, risollevandosi il tasso di capitalizzazione, sotto l'influenza combinata della ripresa attività d'affari e dei prezzi delle merci crescenti. Ben presto anche i privati possessori di obbligazioni le vendono, anzichè pagare alle banche, sulle anticipazioni che loro occorran, interessi più forti; il che accelera la discesa delle relative quotazioni.

Fatti inversi si osservano, in certa misura, sul mercato delle azioni. Il loro prezzo è basso nel punto della massima depressione; ma, dopo un po' di tempo, compaion segni di reazione, guidata

da quei titoli i cui dividendi resistettero agli effetti dei falcidiati profitti. Essendo tenue in quel momento il saggio dell'interesse, conviene di comprar titoli al 9 o al 10 % con danaro avuto a prestito al 4 od al 5. Onde la domanda di azioni procede, con ritmo tanto più rapido quanto maggiore è lo scarto fra la rata di interesse corrente ed i dividendi degli impieghi aleatori più sicuri. Rinasce la fiducia. Chi vendette prevedendo ulteriori ribassi si affretta a ricomprare. Le azioni delle aziende preconizzate come più prospere divengono oggetto di intensa domanda, spesso con capitali procurati col credito. Ed il rincaro che ne deriva all'interesse corrente viene interpretato come sintomo di nuovo fervore di affari, spingendo a più larghi e fiduciosi acquisti. Ciò dura fino a quando l'esagerazione e la parziale artificialità della corrente provocano a loro volta fatti e forze inverse. Gli acquisti speculativi e creditizi si convertono in vendite quando, risolvendosi il prezzo del danaro bancario, occorrono realizzi di titoli per far fronte ai bisogni di circolante. Il mercato azionario rientra così nella fase di liquidazione.

Questo sguardo panoramico alle alternanze periodiche della congiuntura ed alle interdipendenze logiche che le governano basta a mostrare come dalla loro conoscenza non possa assolutamente prescindere nella scelta e nelle mutazioni delle categorie fondamentali del proprio portafoglio,

che, in rapporto alle medesime, fa d'uopo saper variare tempestivamente e razionalmente, passando dai titoli a reddito fisso a quelli a frutto variabile. Gli studi statistici recenti, nei paesi dove l'indagine economica concreta è, anche agli effetti pratici, più sviluppata, forniscono allo speculatore ed al professionista dati molteplici ed ormai assai precisi per misurare l'intensità di ciascuno di tali movimenti. La direzione ed il ritmo dei cicli in corso vengono saggiati con processi perfezionatissimi, in base ad operazioni obbiettive di somma regolarità, metodicità ed ampiezza. Ciò mira a trasformare l'arte dell'investimento in una vera e propria scienza, fondata su calcoli di probabilità che riducano al minimo la quota di rischio. Di codesti sussidi preziosi si gioveranno certo sempre più i tecnici specializzati, alla competenza dei quali è necessario ricorrere, come già dissi, nelle operazioni di qualche entità.

I pochi concetti generali che abbiamo riassunti tornano invece indispensabili a qualsiasi risparmiatore, non fosse che a meglio intendere i suggerimenti dell'esperienza altrui.

6. Risolta la questione preliminare delle caratteristiche e direttive del momento economico in cui si opera, sorge quella, non meno grave, della scelta del ramo di industria al quale accordare la preferenza.

Opinano taluni autori (Babson) che la miglior cosa sia adottare un eclettico criterio di medie, ritenendo che il capitalista il quale ripartisca i suoi mezzi fra un gran numero di imprese dissimili, al principio di un ciclo ascendente, si pone in condizione di approfittare del miglioramento complessivo del mercato. Ma il metodo, osserva giustamente lo Sturgis, è tutt'altro che sicuro. Non tutte le sezioni del mercato son chiamate a progredire. Per alcune la precedente depressione ha segnato l'inizio di una decadenza definitiva o durevole. Sembra invece perfettamente possibile operare una discriminazione razionale, su elementi abbastanza sicuri, delle prospettive singole, limitando quindi la scelta ai comparti aventi migliori probabilità.

Se però, seguendo per qualche tempo senza preconcetti gli atteggiamenti dei mercati, interno ed esteri, non riesce straordinariamente difficile distinguere i rami di produzione plausibilmente destinati ad espandersi, le massime perplessità nascono naturalmente nell'individuare entro i medesimi le imprese più vigorose e più prospere, che approfitteranno in prima linea del periodo favorevole di cui ravvisiamo i segni precursori. Un buon criterio di selezione sarà certo quello di accertare quali aziende seppero superare brillantemente i tempi critici, rivelando forza e salute che daranno, in mutate circostanze, infallibili frutti. Altra norma discriminativa importante forniranno le condi-

zioni finanziarie comparate delle varie società, la loro disponibilità liquida in rapporto alle immobilizzazioni ed ai debiti, la loro dipendenza più o men grande dal mercato estero pel collocamento dei prodotti, il carattere e la distribuzione geografica della loro clientela. Soltanto dopo assodate queste premesse, si passa all'ultima fase della ricerca: l'esame specifico ed analitico dell'impresa su cui, per eliminazione, è caduta la scelta, con lo studio accurato della sua contabilità. L'operazione però, come vedemmo, non può compiersi con qualche speranza di vederci chiaro che da un professionale, esperto a giudicare per lunga consuetudine di simili documenti. Così sistematicamente preparate, per gradi di approssimazione successiva, le conclusioni della pacata indagine realizzano il massimo di sicurezza che in tanto ardua materia si può presumere di raggiungere.

7. Il mercato azionario si è fatto, nelle peculiari condizioni dell'economia moderna, tanto complesso e sterminato che sarebbe vano tentar di scendere ad esemplificazioni o ad apprezzamenti specifici in mezzo alla sua innumerevole folla ed infinita diversificazione di titoli. Non occorre aggiungere che qualsiasi indicazione particolare riuscirebbe, nella delicatissima materia, pericolosa, pure escludendo, per benevolenza del lettore, le ipotesi di tendenziosità, che rendono in tanti casi sospette

le opinioni espresse al riguardo perfino dagli organi finanziari più reputati (1). Ciò tuttavia non esclude l'utilità di qualche individuazione e classificazione per gruppi nella grande massa indistinta; essendo che, indipendentemente dalle qualità peculiari di ciascun valore, le varie categorie in cui possono separarsi i medesimi presentano spesso dei caratteri differenziatori comuni, che le rendono adatte in vario grado a soddisfare i bisogni e la domanda di risparmiatori di esigenze e mezzi diversi.

Le azioni del gruppo bancario godono in generale di discreto favore. Nell'anteguerra esse erano considerate singolarmente sicure, soprattutto nei paesi dove, come in Inghilterra, gli istituti di credito ordinari si limitavano rigorosamente ad operazioni brevi e liquide, lasciando a quelli appositamente creati le iniziative finanziarie più complicate ed immobilizzanti. La massima chiarezza e semplicità presiedeva così all'andamento di

(1) LEROY-BEAULIEU soleva indicare specificatamente delle combinazioni di titoli da preferirsi, sull'*Économiste français*; ma le condizioni del mercato erano allora (prima del 1914) molto più *statiche* delle attuali. Tuttavia la rivista ha ripresa, in questi ultimi tempi, la consuetudine, assai gradita al pubblico. In Inghilterra non mancano le pubblicazioni apposite; notissima quella *The 100 best investments*, edita periodicamente dalla « British foreign and colonial corporation » di Londra.

questa industria, la quale offriva ai capitalisti superiori garanzie anche per la maggiore esattezza con cui era dato compilare i bilanci (per l'esperienza dei dirigenti e la relativa facilità di assegnare valori più precisi alle varie partite). Esperienze dolorose si erano bensì avute là dove la distinzione fra banche di deposito e banche di affari era men netta od inesistente; e le catastrofi di molti floridi istituti in Germania, Francia ed Italia (nella gran crisi del 1890-94) avevan diffuso nel pubblico alquanto diffidenza. Ma il primo decennio del secolo XX non aveva visti ripetersi, se non eccezionalmente e fortuitamente, analoghi episodi, onde la fiducia rinasceva verso questo investimento, che, meglio di parecchi altri, offriva occasioni non infrequenti di guadagni inopinati, per la sensibilità dei relativi titoli alle cause di valorizzazione nascenti dall'ambiente. In tempi normali i profitti delle banche progrediscono parallelamente alla prosperità del paese, poichè questa determina la moltiplicazione dei capitali e quindi l'intensificazione del loro commercio. Quando, come allora avveniva, gli indici del benessere generale salivano rapidamente, questo sensibilissimo ramo di attività economica ne risentiva, prima di tutti, il riflesso.

Uno dei fattori concreti di giustificata preferenza per gli impieghi bancari, osserva il Withers, consiste nella proporzione assai piccola in cui il capi-

tale azionario e le riserve stanno al fondo fornito dai depositanti, dal maneggio del quale sorgono i profitti con cui si remunera il primo. Esaminando il bilancio della più antica società bancaria di Londra, la *Westminster Bank*, pel 1924, egli mostra che il capitale versato rappresenta appena la trentesima parte di quello affidato dai clienti, a tassi che consentono margini di guadagno considerevoli, anche lavorando con un minimo di rischio. Le riserve a loro volta formano un altro trentesimo del fondo totale, disponibile per le operazioni attive. Ma nelle banche continentali ed in recenti anni la proporzione tende a rendersi più forte, in rapporto all'indole delle operazioni compiute dalle banche d'affari in confronto a quelle di puro sconto. L'andazzo di investire somme ingenti in installazioni costosissime e vistose, in palazzi appariscenti, ecc., costituisce un altro tratto distintivo della condotta di questi istituti; la cui organizzazione interna sembra pure allontanarsi dalle primitive norme di intensiva utilizzazione di uno scelto personale e di rigida economia. Tutto ciò, unito alle molteplicità di speculazioni in cui si sono gettate le banche, al loro intervento assiduo nelle manovre di borsa, al mistero di cui è circondata la composizione del loro portafoglio, incomincia a scemare le prospettive favorevoli per l'azionista, che non si proponga soltanto di guadagnare, scegliendo il momento opportuno, su forti oscillazioni di corsi. Non

è, in massima, indizio di serietà speciale nè argomento di grande sicurezza per un titolo bancario l'essere fra i più *manovrati* dalla speculazione.

Ultimamente i direttori delle più grandi banche di New-York fecero istanza perchè le loro azioni venissero cancellate dalla quota della borsa, per reagire contro l'eccesso di interesse che da qualche mese esse destavano e riaffermare l'opportunità per le medesime di una più calma stabilità. Da noi accade invece che questi valori alimentano spesso in massa preponderante contrattazioni quotidiane. Il che non costituisce una raccomandazione pel risparmiatore; reso del resto diffidente dalla serie ormai lunga di grosse e piccole catastrofi accadute, dal 1921 in poi, in tale campo. La semplicità, d'altro lato, del meccanismo e la relativa perspicuità dei conti, che distinguevano questa industria in epoche di moneta sana, sono stati falsati e compromessi dalla crisi delle valute, che rende necessariamente molto arbitrarie le stime dei valori-carta portati all'attivo. Soltanto dopo esaurita la crisi di assestamento inevitabile col ritorno all'oro, sarà dato veder più chiaro in codeste cifre misteriose. Non devesi infine tacere che l'ingerenza dello Stato, i vincoli su talune operazioni, le pressioni per imporne altre, ecc., aggravano le incognite specifiche inerenti a tale campo di investimento.

Un posto a parte occupano, nel gruppo, le azioni degli istituti di emissione. Nella varietà della loro

figura giuridica, codesti enti accentuano sempre più il loro carattere pubblico, subordinandovi viemmeglio l'attività intesa alla consecuzione di profitti da distribuirsi ai soci.

Le azioni della Banca d'Inghilterra stessa, pure essendo giustamente considerate impiego di primissimo ordine, vedono i loro utili strettamente subordinati alle variazioni del saggio dello sconto, mosso in vista di interessi generali, indipendentemente dal tornaconto degli azionisti. La Banca di Francia subì nei suoi corsi oscillazioni di grande ampiezza, passando da massimi di 6700 fr. intorno al 1880 a minimi di 3000 pochi anni dopo, per rimanere sulle 4000 nell'immediato anteguerra e raggiungere oggi 16.200. La valorizzazione nominale del titolo, notevolmente inferiore al deprezzamento del franco, è dovuta all'appropriazione, sotto varia forma, per parte dello Stato di una forte porzione dei suoi benefizi, nonchè agli aiuti d'ogni specie che essa dovette dare al tesoro in questo, come nei precedenti periodi più critici. La verità è che, se sorge un'occasione di guadagno, alla banca torna spesso impossibile approfittarne, per superiori riflessi o divieti. Se poi l'utile si consegue, lo Stato ne vuole la più grossa parte. Calcoli plausibili, fondati su pure previsioni economiche, risultano, in tali condizioni, assolutamente impossibili.

Non fa eccezione alla regola la Banca d'Italia, il dividendo della quale fu, fra l'altro, fissato dallo

Stato al massimo di L. 60 per azione fino al 1930, all'atto della rinnovazione del privilegio d'emissione. Gli azionisti che praticarono per lunghi anni la virtù dell'astinenza, coltivano di quando in quando la speranza che il progresso dell'istituto, la dilatazione del suo raggio di azione, l'estensione dei compiti affidatigli, si rifletta in un incremento a loro favore di attività patrimoniali e d'avviamento, destinato, quanto meno, a dare larghi frutti in futuro. Onde avvengono ogni tanto ricerche attive del titolo, che ne elevano rapidamente il corso. Ma lo Stato non tarda per lo più a mostrare coi fatti che esso considera di sua spettanza ogni miglioramento nella condizione della banca, come effetto della concessione e del privilegio di cui l'ha investita; e la spinta al rialzo fa capo ad una pronta delusione. Quotata a 1502 (media) nel 1910, a 1426 nel 1913, a 1792 nel dicembre 1925, l'azione della Banca d'Italia ha toccato un massimo di 2633 nel gennaio 1928 per ridiscendere (25 febbraio) a 2309. I suoi portatori hanno quindi perduto per ora, in valore oro, assai più del 50 %. Sembra in realtà indiscutibile che, anche dopo le affermazioni di assoluta autonomia rinnovate, qui come altrove, nel riordinamento dell'istituto di emissione, il suo carattere di azienda produttrice di utili pei privati partecipanti sia passato nettamente in ultima linea, di fronte a quello di organo semi-pubblico, obbediente alle direttive politiche

dello Stato, oltrechè adempiente alla disinteressata funzione originaria di regolare il mercato con intenti di utilità generale. Un altissimo funzionario e non il presidente di un consiglio di amministrazione, risulta viemmeglio il governatore della banca; i cui azionisti assumono quindi piuttosto la figura di obbligazionisti, retribuiti con un compenso per ora tenuissimo, e che potrà variare, ma sempre (in definitiva) ad arbitrio d'un potere sottratto alle prevedibili vicende della congiuntura economica come al tassativo impero della legge comune.

Le azioni delle banche di emissione forman pertanto, in certo modo, una categoria intermedia fra i valori pubblici a reddito fisso ed i variabili industriali; nè posson quindi riuscire particolarmente attraenti a chi ricerchi i migliori di questi ultimi.

In senso più vasto, del resto, i titoli bancari non vanno esenti dai pericoli proprî degli investimenti soggetti alle interferenze del fattore politico. L'apparente semplicità dello squisito congegno realizzato da codesta, tutt'altro che facile, industria ha destato in tutti i paesi cupidigie istintive di volghi, interpretate da velleità più o meno nazionalizzatrici di demagoghi. Nei postulati inclusi in tal senso nel programma del *Labour party* inglese il Withers ravvisa, se non una minaccia, una causa di giustificata diffidenza verso gli impieghi

bancari. Ed il Miremonde rileva l'eccezionale carico tributario che essi sopportano, come effetto dell'atteggiamento dell'opinione volgare, che li dipinge quasi fonte oziosa di profitti usurpati e gratuiti. Ogni volta inoltre che la finanza statale o le operazioni d'ogni specie del tesoro necessitano di appoggio sul mercato finanziario, sembra a tutti naturalissimo che le banche private lo accordino senza discutere, anche con loro danno. Gli azionisti di queste imprese finiscono quindi di assomigliare singolarmente ad un'altra classe di capitalisti, a carico della quale, come vedemmo, esiste, nel clima sociale che si è formato, una presunzione nettamente ostile; quella dei proprietari di case. Torna certo poco piacevole, potendo fare altrimenti, entrare in una categoria contro cui qualunque arbitrio od espropriazione legale solleva il plauso delle folle, non soltanto proletarie o letteralmente analfabete.

8. Da inconvenienti di analoga natura non va del tutto immune un gruppo di titoli, che ha pure comuni con le banche diversi altri caratteri: quello delle compagnie di assicurazione, giudicato dal Leroy-Beaulieu fra i più remunerativi per chi non abbia troppa fretta di toccarne i lauti benefici, maturanti per lo più con discreta lentezza.

Come la bancaria, l'industria assicurativa presenta la grande attrattiva della enorme spropor-

zione fra il capitale investito ed i fondi dei quali esso procura la disponibilità ed il maneggio. Si tratta inoltre di un ramo d'affari il cui raggio di azione abbraccia il globo intero, e che, sebbene sia soggetto anch'esso alle influenze della congiuntura generale, va esente dalle vicende proprie di industrie più specializzate od inservienti a bisogni più circoscritti e mutevoli. Pure in tempo di crisi — quando questa non sia tale da abbassare sensibilmente il livello della ricchezza d'un paese — la necessità, e quindi la domanda di assicurazioni continuano. La difficoltà tecnica della produzione in questo campo, la prevalenza assoluta che vi ottengono le imprese grandi e già sufficientemente antiche sulle nuove e piccole, riducono inoltre la concorrenza a vantaggio delle compagnie meglio accreditate e più vaste; le quali operano quasi sempre internazionalmente, e oggi, col progresso della riassicurazione sotto ogni forma, riducono ad una quota minima e ben calcolabile i loro rischi.

Tanti elementi favorevoli spiegano i risultati magnifici che il capitale investito nelle maggiori compagnie ha realizzati, da mezzo secolo in qua. Per giustificare alla camera la proposta di monopolio statale delle assicurazioni sulla vita, l'onorevole Giolitti citava, nel 1911, la parabola ascensionale sorprendente che i corsi di alcune azioni assicurative avevan descritta ed i dividendi fantastici (in rapporto al capitale versato) che alcune

di esse distribuivano (dal 40 al 122 %). Le quattro principali, quotate alla borsa di Trieste, hanno avute, ultimamente, contraddittorie vicende, ma si mantengono assai alte in rapporto al prezzo originario:

	Valore nomi- nale	1925		1926		1928 marzo
		massimo	minimo	massimo	minimo	
Assicurazioni generali						
Venezia	500	18.540	5750	7530	3330	6360
Assicuratrice italiana	125	4280	1875	2310	765	—
Infortuni Milano . .	200	8800	3850	4600	1850	—
Riunione adriatica di sicurtà	500	7000	3030	3510	1700	3570

Recentemente poi l'*Economist* riferiva il seguente indice complessivo delle quotazioni raggiunte dalle 26 maggiori Compagnie inglesi, dal 1913 in poi:

1913	1000
1921	1410
1922	1636
1923	1939
1924	2204
1925	2511
1926	2437
1927 giugno	2545
1927 dicembre	2882

Ma per alcune l'aumento è stato fortissimo (*Caledonian* da 1000 a 4065; *Commercial Union* a 4615; *General Accident* a 4535; *Gresham fire*

a 4524; *Legal and general* a 4153; *Scottish Union and National* a 4141), e non meno di 18 su 26 han raddoppiato il loro valore espresso in oro, in un lasso di tempo durante il quale l'indice generale delle azioni industriali non fu certo al rialzo.

Precedenti così brillanti non giustificano tuttavia la conclusione che, acquistando ai prezzi attuali titoli di questa specie, la fortunata esperienza abbia senz'altro a ripetersi. Le condizioni a cui oggi si diviene socio delle compagnie più solide includono già il più largo calcolo dei vantaggi derivanti dalla loro anteriore gestione; mentre la fondazione di nuove presenta delle alee che prima non si verificarono. Le conseguenze dell'inflazione si riflettono anzitutto sulla condizione economica della clientela (classe media a reddito fisso), che dava il massimo contributo alle assicurazioni vita in certi paesi (Francia). Altrove vincoli e limitazioni legali hanno reso tale ramo ben poco remunerativo (come accade in Italia, anche dopo abrogato il monopolio). D'altro lato la costituzione di rendite vitalizie diventa svantaggiosa per chi abbia meno di 70 anni, tanto il saggio di capitalizzazione è alto attualmente.

Il risveglio dello spirito di previdenza, che seguirà il ritorno universale alla buona moneta, sarà certo favorevole alla ripresa delle tendenze assicurative individuali. Ma vuolsi considerare che il mutamento di equilibrio, insito alla crisi di rivalutazione e

stabilizzazione, dissesterà tutte le aziende che non lo prevedero e scontarono in tempo, con preventivi e valutazioni prudentissime delle loro attività, in parte anormali e precarie. Sul ramo incendi, il deprezzamento monetario ebbe pure effetti dannosi, perchè soltanto una parte dei vecchi contratti fu riveduta in ragione dei mutati valori, onde quelli assicurati rappresentano in media soltanto il 2 a 2½ più dell'anteguerra. Il meno colpito fu, a quanto pare, il ramo infortunistico, i premi del quale variano colla curva dei salari ed il numero degli operai impiegati. Se non che esso venne talvolta sottratto (Italia) all'iniziativa privata senza che le società che l'avevano organizzato abbiano ricevuto per ciò alcun indennizzo. Comune poi a tutti i rami, e spinta talvolta ad aliquote proibitive, è la pressione tributaria, che costituisce in più luoghi un serio impedimento allo sviluppo ulteriore dell'industria. Se a codesti elementi sfavorevoli si aggiunga che, come grosse proprietarie di immobili, specialmente urbani, le società assicuratrici partecipano oggi largamente alla poco invidiabile situazione giuridica ed economica dei padroni di casa; e se si tenga conto della velleità di statizzazione del loro esercizio che spesso compaiono nei programmi di certi partiti politici, manca il coraggio di dar torto completamente all'amenio giudizio di chi le disse dotate di « un bell'avvenire dietro di loro ».

9. Una classe di azioni assai importante è quella delle ferroviarie, alla quale appartengono parecchi dei titoli più largamente trattati sul mercato internazionale. Riguardano però essenzialmente i medesimi le imprese di paesi nuovi, a economia fortemente espansiva (Stati Uniti, Canada, Argentina, Brasile, ecc.). Hanno carattere assai speculativo, perchè subiscono con somma impressionabilità le influenze dell'ambiente. Negli anni di raccolti favolosi e di prosperità industriale, le azioni ferroviarie nord-americane salgono enormemente; ma le loro depressioni non sono meno grandi nei periodi critici. Offrono dunque prospettive di guadagni considerevoli a capitalisti in grado di valutarli; ma anche alee molto rilevanti, e rischi di errori onerosi. Soltanto il *Canadian Pacific* sembra in condizioni particolarmente stabili, per la grandiosa ampiezza della sua rete, contro la quale è difficile qualunque concorrenza, e per l'immensità dei terreni che possiede e che vende per frazioni, a prezzi via via più alti. Nei paesi di popolazione relativamente stazionaria e di economia in complesso consolidata, i valori ferroviari non presentano invece speciali attrattive, poichè mentre, industrialmente, non possono contare su eccezionali fortune dovute ad improvvise aperture di floridi mercati od a inopinate espansioni di traffico, sono, d'altro lato, soggetti a tutti gli oneri ed ai pericoli propri di imprese esercenti di servizi pubblici, su cui

lo Stato esercita il suo gravoso ed incessante controllo.

In Francia, dove le principali reti appartengono tuttora a compagnie private, codesta condizione di inferiorità si osserva tipicamente. Le principali società ebbero un'epoca di grandissima fortuna, dalla loro origine fino alla fine del secolo XIX, allorchè erano considerate alla stregua di una industria qualunque. Ma d'allora in poi, con le moltiplicate ingerenze governative a pro' del personale, e la limitazione ogni anno maggiore della libertà d'azione, quanto a tariffe, ordinamenti, ecc., la loro fisionomia giuridica, economica e tecnica si venne alterando, onde le loro azioni perdettero sempre più il carattere genuino di titolo a frutto variabile e di quota di partecipazione ad un'impresa libera. La legge del 29 ottobre 1921 ha sanzionato inequivocamente tale stato di cose, stabilendo fra le società concessionarie una solidarietà di gestione, per la quale i benefici dell'una devono compensare le perdite delle altre. Le tariffe sono vincolate e generalmente insufficienti. Il regime del personale tassativamente prescritto. In caso di *deficit* complessivo d'esercizio, il tesoro è tenuto a colmarlo.

Un interesse minimo è garantito al capitale investito. Dei premi di gestione vengono accordati alle singole società, secondo lo sviluppo del traffico e le economie che sanno realizzare. Così ridotta l'azione ferroviaria diventa, come si vede, un *quid*

medium fra l'obbligazione, il titolo di debito pubblico e l'azione libera. I loro portatori sopportano in pieno la svalutazione monetaria. Ciò influisce sempre più sull'apprezzamento che ne fanno le Borse. La stabilizzazione del franco potrà certo migliorarla. Ma si teme, non a torto, che le stesse ragioni politiche impediscano allora di riconoscere e lasciare alle società il pacifico godimento dei vantaggi che costituirebbero qualche compenso al trattamento fin qui subito.

Non troppo diversa risulta la situazione delle società inglesi, che, nell'anteguerra, offrivano impieghi abbastanza sicuri al $3\frac{1}{2}$ o $3\frac{3}{4}$ (4 a $4\frac{1}{2}$ le azioni privilegiate), ma che, dopo il 1920, diedero occasione a movimenti speculativi d'una certa ampiezza, in seguito a talune riforme legislative, alla riscossione di forti indennità per perdite di guerra, alla revisione delle tariffe, alla depressione industriale ed alla concorrenza degli auto-trasporti. Oggi i dividendi che si annunciano (*Economist*, 14 gennaio 1928) sembrano assai modesti. Le imprese inglesi (come le americane) conservano tuttavia il vantaggio di godere di concessioni perpetue, e, meno delle continentali, sembrano soggette a minacce di statizzazione.

In Italia invece questa è da tempo un fatto compiuto per la quasi totalità delle reti, rimanendone escluse soltanto pochi gruppi secondari di linee. La libertà industriale delle relative imprese

è del resto molto ridotta dal loro carattere semi-pubblico, che si afferma nei privilegi del personale (per la legge dell'« equo trattamento » e disposizioni successive) e nella stretta regolamentazione delle tariffe.

Le società italiane presentano quasi tutte forti perdite di esercizi negli anni di guerra e post-bellici, fino al 1923, ed anche oltre; per cui i dividendi distribuiti si mantengono, nella maggior parte dei casi, molto modesti. Dai dati del Maz-zucchelli (1925), la non lieta situazione di molte fra esse risultava evidentissima (vedi prospetto a pagine seguenti).

Salvo quindi pochissime eccezioni, chi scelse questo campo di investimento non ebbe, in generale, che a pentirsene. Le linee più fortunate mantennero buoni dividendi negli anni successivi (*Sicule*, 5,60; *Secondarie Sarde*, 2,80; *Reali Sarde*, 6,40; *Mantova-Modena*, 12,50; *Nord-Milano*, 16; *Vomero*, 45). Ma altre subirono nuove falcidie. Quasi nessuno poi di questi titoli è quotato nelle Borse, per cui riesce spesso difficile calcolarne il prezzo di probabile realizzo.

Appartiene a questa categoria, sebbene la società non sia più esercente di ferrovie, l'azione, assai nota e spesso trattata, della *Società Italiana per le Strade ferrate del Mediterraneo*, già concessionaria della grande rete mediterranea e che, dopo la statizzazione dell'esercizio, continuò per prov-

PARTE SECONDA — LE VARIE SPECIE D'INVESTIMENTI

	Dividendo percentuale		
	1913	1914	1915
Ferrovie Nord Milano	3,60	1,20	—
Società Veneta Ferrovie Secondarie . . .	3,50	—	4
Compagnia Reale Ferrovie Sarde	6,50	6,25	5,90
Soc. Ferr. Sicula Occidentale	3,30	3,20	3
Soc. Ferr. Appennino Centrale	2,04	—	—
Ferrovia Torino-Ciriè-Lanzo	6	6	—
Soc. S. F. Secondarie della Sardegna . .	5,50	5	4,50
Ferr. Adriatico-Appennino	4,50	—	—
Soc. Ferr. Novara-Seregno	5	5	5
S. A. S. F. Secondarie Meridionali . . .	4	2	—
Soc. Naz. Ferrovie e Tramvie	4	—	4
Soc. A. Ferr. Val Seriana	—	—	—
Soc. A. Ferr. Mantova-Cremona	4	4	4
Soc. A. Ferr. Mantova-Modena	12,50	12,50	12,50
Soc. S. F. Ceres e Tramvie Canavese . .	7	6,60	5,40
Ferr. Suzzara-Ferrara	6	5	31
Subalpina Imprese Ferroviarie	—	—	—
Soc. Ferr. Elettr. Val Brembana	3	—	—
Soc. A. S. F. di Biella	8	6,88	6,88
Soc. Emiliana Ferr. e Automobili	3,20	—	1,40
Soc. A. Ferr. Reggio Emilia	—	—	—
Soc. A. Ferr. Second. Sicilia	—	—	—
Soc. Ferr. Napoletane	10	—	—
Ferr. Padova-Piazzola	2,50	2,45	—
Ferr. Monza-Oggiono	—	—	—
Ferrovie e Tramvie Industriali	5	5	4
Ferr. Mandela-Subiaco	4	4	3,50
Ferr. Complementari Sardegna	—	—	2,50
Soc. Siciliana Ferr. Economiche	5	—	—
Ferrovia Alta Valtellina	3,50	3	—
Ferrovia Vallesessera	4	4	2,50
Ferrov. Transatesina	—	—	—
S. A. Funicolare del Vomero	15	15	14
Funicolare Como-Brunate	4,50	—	—
Ferrovia Mottarone	—	—	—
Funicolare del Virgolo	—	—	—

CAPITOLO SECONDO — GLI IMPIEGHI MOBILIARI

nominale dell'azione negli anni

1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923	1924
—	—	4,40	—	—	7	12	16
7	3	6,50	—	—	—	3	4
3,20	3,20	3,20	5	5,50	6,40	8	8,40
—	—	—	—	—	—	2,30	2,30
—	—	—	1,84	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	5,60	4,48
1,50	—	—	—	2,80	2,80	2,80	2,80
—	—	—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	—	—
—	—	—	3	4	6	6	8
4	4	—	—	—	4	4	4,80
—	—	—	—	—	—	—	4
4	4	4	4	4	4	4	4
12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50
5	4,40	3,60	—	—	4	4	5
6,80	5	5	5	5	6	11	11
—	—	—	—	—	—	—	5
4,50	4,50	4,50	4	4	4	4,50	4,50
5,77	4,44	6,66	4,44	2,22	6,66	6,66	8
4	3	—	2	3	3	3	4
—	—	—	—	—	3	3,50	4,50
—	—	—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	—	—
—	—	—	3,50	1,50	2	2,75	3,50
4	4	—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	6	6	6
3,50	—	2	—	—	4	—	5
—	—	—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	—	—
4	4	4	4	—	4	4,50	4,50
—	—	—	2,50	—	2,50	4,16	7
—	—	—	—	—	4	4	4
14	14	15	15	15	15	30	45
—	—	5	5	7,50	7,50	9	9
—	—	—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	—	—

vedere a costruzioni ferroviarie per conto dello Stato e proprio. Il titolo viene gradatamente ammortizzato per sorteggio ed acquisto sul mercato (da 126 milioni nel 1908 è sceso a 91). Il dividendo percentuale distribuito fu dell'1,20 appena dal 1913 al 1917; 2,38 nel 1918; 2,40 nel 1919; 2,57 nel 1920-21; 3,43 nel 1922; 4 negli anni successivi.

Nel comparto ex-ferroviario figura pure la grossa *Società Italiana per le Strade ferrate meridionali* (220 milioni di capitale), la quale è però una compagnia di carattere esclusivamente finanziario, che cioè acquista e detiene soltanto valori di altre società effettivamente esercenti. I suoi titoli sono, di quando in quando, oggetto di abbastanza animata speculazione. Ma il dividendo percentuale si abbassò gradatamente da 5,80 nel 1913 a 3,20 dal 1921 in poi. Al corso attuale di 750 circa, l'azione (di nominali 500 lire) dà un frutto modestissimo.

10. Del gruppo trasporti fan parte anche le imprese di navigazione, e, pel loro numero ed importanza, vi occupano un primario posto. I loro valori devono considerarsi piuttosto speculativi, per le vicende frequenti a cui va soggetta l'industria marittima e le variazioni che subisce il regime legale che la governa.

Dopo la fase di febbrili costruzioni e di alti noli che si protrasse per circa quattro anni oltre l'armistizio, ha prevalso, tanto nell'attività dei cantieri

che nel prezzo dei trasporti, una depressione di cui l'andamento di questo comparto non può a meno che risentirsi. Le statistiche del *Lloyd Register* denunciano, pel 1927, una considerevole ripresa di costruzioni; ma aggiungono che, negli ultimi mesi dell'anno, le nuove impostazioni calano rapidamente, e fanno quindi riservati pronostici per l'immediato avvenire. La curva dei noli non si è anch'essa risolledata dopo la caduta dai massimi raggiunti. L'indice dell'*Economist* della loro media (in oro) dà la seguente serie:

1913	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927
100	438	158	122	110	113	102	110	110

Se però si tien conto delle variazioni contemporaneamente avvenute nel livello dei prezzi (dividendo l'indice dei noli per l'indice dei prezzi), il peggioramento si accentua:

1913	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927
1,00	1,49	0,88	0,79	0,74	0,71	0,65	0,76	0,79

La spiegazione del fatto sta nel contrasto fra il grande aumento di potenzialità della flotta mercantile mondiale ed il dubbio incremento del traffico marittimo (alcune perdite del quale — trasporto emigranti transoceanici — non furono parzialmente compensate da guadagni — aumento dei passeggeri di classe). Il Mortara ritiene che i danni del ribasso dei noli sui bilanci delle società di navigazione

siano stati attenuati dalle restrizioni relative intervenute in alcuni elementi del costo d'esercizio (prezzo del carbone aumentato meno che proporzionalmente al rialzo del livello medio dei prezzi all'ingrosso; consumo diminuito, col perfezionamento delle macchine a vapore; economie consentite dall'impiego del combustibile liquido, ecc.). Ma le esigenze dei viaggiatori da un lato, il costo del personale dall'altro sono cresciuti in misura ancor maggiore. Il trattamento del secondo, in particolar modo, resiste, per forza politica meglio che economica, all'azione della crisi e della diffusa disoccupazione (la recente sentenza della magistratura del lavoro, in Italia, ancora una volta lo prova). Se anche quindi alcuni sintomi lasciano sperare un lento risollevarsi dell'industria marittima dalla lunga depressione, non sembra che la ripresa possa essere molto rapida, così da consentire pronostici di forti guadagni agli investitori in questo campo.

Nei paesi e nei momenti in cui si diffusero, negli anni scorsi, gravi inquietudini sulla sorte dei valori carta, i migliori titoli di navigazione, come rappresentanti in parte di beni reali ed esprimenti i risultati di un esercizio sopra un mercato non semplicemente nazionale, furono abbastanza ricercati e quindi godettero di plusvalenze talora sproporzionate alla loro consistenza presente e futura, positivamente calcolata. Ma codesta ragione di

preferirli — giustificata o no — vien meno col ritorno dell'oro. Il quale d'altra parte, se è prece-
duto, come in Italia, da una rivalutazione abba-
stanza rapida e forte, si ripercuote non vantaggio-
samente sui consuntivi sociali, in quanto i noli
sono quotati in moneta aurea ed una buona parte
delle spese corrisponde ad impegni assunti in
moneta cartacea.

Gli indici del corso delle azioni di navigazione
italiane esprimono, da tre anni in qua, questa
situazione: la *Navigazione Italiana* scende, da 100
nel dicembre 1925 a 80,03 nel marzo 1928, dopo
aver toccato 60,57 nel giugno 1927; la *Cosulich*
raggiunge un minimo di 47,10 nel giugno 1927 per
risalire oggi a 66,29. Sulla base del 1913 il gruppo
complessivo dei trasporti marittimi vale soltanto
da 100 a 125 (in lire), il che significa, in oro, una
forte perdita.

11. Le imprese concessionarie di derivazioni di
acque, per canali, irrigazione e soprattutto produ-
zione di energia elettrica godono, da qualche tempo,
di molto favore fra i capitalisti.

L'esempio forse più fortunato di società per la
costruzione di grandi canali di comunicazione fu
per l'addietro la *Suez*, che nelle Borse di Londra
e di Parigi segna una delle vette della quota e fa
gruppo a sè fra gli indici ufficiali. Procurò ingenti
guadagni ai suoi primi possessori. Si vendeva

correntemente a 400 franchi nel 1870-75, a 5500 nel 1910. Le parti di fondatore, che si negoziavano fra 10 e 15.000 franchi alla prima data, ne valevano 240.000 alla seconda. Dopo lo sdoppiamento della azione il titolo ebbe, fra il 1924 e 1925, una voga borsistica considerevole, specialmente in Francia (in relazione al valorizzarsi relativo della sterlina). Ma, per la stessa ragione, presentò ribassi improvvisi e fortissimi ad ogni miglioramento dei cambi (un primo accenno in tal senso, nel marzo 1926, la fece cadere di colpo di 3000 franchi). Ai corsi attuali però il suo frutto è basso. Bisogna inoltre ricordare che la concessione del canale, accordata per 99 anni nel 1869, scade nel 1968, alla quale data lo Stato egiziano sottentrerà, senza altra indennità che il rimborso del valore d'estimo del materiale d'esercizio, in proprietà degli impianti. Quale somma potrà la compagnia distribuire allora agli azionisti, se la concessione non sarà rinnovata? E, se lo sarà, quali nuovi oneri le verranno imposti? La scadenza è ancor lontana; ma i capitalisti che desiderano mettere in portafoglio codesto titolo, indubbiamente di primo ordine, devono preoccuparsene, calcolando fin d'ora una quota di ammortamento sufficiente del presunto valore dell'azione (Leroy-Beaulieu calcolava non meno di 30 franchi oro, dal 1918 in poi), prelevata dai dividendi, già tutt'altro che lauti, e, per di più, colpiti di gravose imposte.

In via di universale, grandioso sviluppo si presentano invece gli impianti idro-elettrici, dopo che il mirabile progresso scientifico ne moltiplicò in ogni campo le feconde utilizzazioni. La scoperta trasmissione dell'energia a distanza ha soprattutto concorso a trasformare l'industria, conferendole una struttura di ampiezza inaudita. I valori che la rappresentano costituiscono una categoria di crescente importanza, specie là dove, come in Italia, lo sfruttamento intensivo delle forze idrauliche risulta necessità perentoria dell'avvenire economico nazionale.

L'imponenza degli impianti (una parte dei quali, nelle società più vecchie, è portata in bilancio per un valore nominale assai inferiore al corrente, perchè il costo di costruzione viene espresso in moneta di potere d'acquisto più alto); la relativa modicità delle spese d'esercizio quando l'amministrazione è seria e non megalomane; lo scarso impiego di mano d'opera (cosa da considerarsi prima di ogni altra, stante gli oneri d'ogni specie che la legislazione sociale addossa alle imprese); l'incessante dilatarsi della vendita di energia per usi industriali, pubblici e domestici, conferiscono a questo ramo di investimento un singolare grado di sicurezza, rendendo le azioni delle compagnie già consolidate e bene funzionanti un impiego di innegabile bontà, pel risparmiatore non speculativo. Anche i profitti che se ne ricavano tendono, meglio che altri, alla sta-

bilità, poichè spesso le tariffe concordate od imposte nei contratti di concessione vengono determinate in base ad indici di costi combinati; intesi appunto a garantire al capitale investito un minimo di remunerazione. Inversamente tuttavia i vincoli stabiliti pei prezzi di vendita escludono forti guadagni di congiuntura e quindi eccezionali margini di utile. Come in tutte le imprese sulle quali gli enti pubblici esercitano il loro controllo, la condizione dell'azionista non dipende dalle sole circostanze economiche, e quindi le previsioni in base agli elementi positivi risultano talora deluse. Il prezzo dell'energia venduta è rimasto nel fatto assai addietro al livello generale, dopo il 1914 (la Edison lo calcola salito a Milano da 100 a 225 per la luce, a 267 per la forza); mentre Stato e comuni (particolarmente in Italia) colpiscono il consumo con tasse singolarmente limitatrici del suo spontaneo sviluppo. Il che non impedisce che alle tariffe, tuttora ben inferiori alla quota novanta, si chiedano da molti riduzioni, invocando il miglioramento della lira. Ciò spiega il perchè questi titoli, pure essendo dotati di qualità eccellenti, stentano più che non dovrebbero a collocarsi nei portafogli dei piccoli risparmiatori, che non li vedono distribuire sempre utili corrispondenti all'apparente fortuna dell'industria che rappresentano. Si è indotti a diffidare anche delle previsioni che sembrano più ovvie, quando si scorge che, appena accennano ad

avverarsi, un intervento superiore ne preclude o rinvia il conseguimento. La tendenza che prevale in alcuni paesi di considerare lo sfruttamento delle acque come una concessione pubblica graziosa, di cui bisogna dosare con la lente dell'avaro il compenso, toglie in realtà all'azione idro-elettrica il genuino carattere, rendendola più simile, in molti casi, ad un'obbligazione spuria, a reddito stentatamente variabile. I ricorsi al mercato libero per aumenti di capitale divengono così meno facili; mentre crescono gli oneri per debiti ipotecari obbligazionistici, la cui imponenza costituisce, a sua volta, un'altra incognita per i portatori di azioni ordinarie, ai quali, in caso di liquidazione, non si sa quanto rimarrebbe.

Non ostante tutto ciò ed a patto che si tenga adeguato conto dei vari fattori sfavorevoli (specialmente della passività obbligazionistica) l'impiego, ripeto, offre innegabili vantaggi di regolarità e di sicurezza. Chi sottoscrisse all'origine le azioni delle migliori società italiane ne ricavò anche profitti soddisfacenti, tanto durante la guerra, che, specialmente, negli anni successivi (vedi prospetto a pagina seguente).

I profitti registrati non comprendono del resto tutto il guadagno fatto, in molti casi, dall'azionista, non essendovi inclusi (per l'impossibilità di scendere a calcoli particolari caso per caso) altri vantaggi ottenuti in occasione di allargamento di

PARTE SECONDA — LE VARIE SPECIE D'INVESTIMENTI

Dividendo percentuale sul valore nominale dell'azione

	NEGLI ANNI													
	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	
Torin	16	16	16	16	16	16	16	9	—	6,25	6,25	6,25	—	
Idroelettrica Piemontese (S. I. P.) .	4,50	—	—	4	5	5,60	5,60	7	8	8	8	9	—	
Elettrica Stella (S. E. S. O.) . . .	5	5	5	5	6	6	6	7	9	9	10	10	—	
Elettrica Valdarno	—	5	5	6	8	8	8	8	—	6	7	8	9	
Elettricità Alta Italia	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	6,80	8	8	8	8	—	
O Raine Elettriche Genovesi	10	10	10	—	6	—	5	6	7	8	8	8	—	
Forze Idroelettriche Moncalisio . .	—	—	5,50	5,50	5,50	5,50	6	5	—	—	—	—	—	
Ligure-Toscana Elettricità	7	7	7	7	7	7	7	8	8	9	10	10	—	
Edison Elettricità	14	20	20	20	20	10,66	11,33	12	10,66	10,66	12	13	—	
Imprese Elettriche Con i	8	8	8	8	8	8	8	9	8	9	10	11	—	
Vizzola Lombarda	10	9	9	9,60	9,60	10	10,30	10,40	11	11,50	12	12	—	
Broschi Imprese Elettriche	6,50	6,50	7	7	7	8	8	9	9	10	10	10	—	
Adriatica Elettricità	7	7	7	7	3	4	8	9	9	9	10	10	—	
Elettrica Breccia	—	5,50	6	7	7	8	8	8	8	—	—	—	15	
Adamoello	7	5	5	6	7	8	8	8	8	8	8	8	8	
Elettrica Negri	6	6	6	6	6	6	—	—	—	—	—	5	—	
Unione Esercizi Elettrici	—	6	—	—	6	7	8	9	10	13	15	15	16	
Meridionale Elettricità	—	4	5,20	5,20	5,50	6	6	6	6	7,50	8,50	9	9	
Elettricità e Gaz Roma	10	8	4	—	—	6	6	—	4	8	8	8	8	

capitale (opzioni, attribuzioni di nuove azioni gratuite, ecc.).

In molte società minori e di più recente formazione però, i dividendi furono trascurabili o nulli; ed i corsi dei titoli corrispondenti. Per cui l'indice generale della categoria segna, nel dicembre 1927, sulla base 100 del 1913, appena 193,7, dopo esser sceso fino a 137,5 nel giugno precedente. Giova dunque, normalmente, attendere alla prova le imprese iniziatrici di nuovi impianti prima di arrischiarvi capitali cospicui, per chi non sia tecnico competente e diretto organizzatore dell'azienda.

Riflessi analoghi si applicano alle società concessionarie del gaz, che hanno con le elettriche parecchi tratti distintivi comuni.

Fra le imprese internazionali del gruppo elettrico vuole ricordarsi la *Marconi Wireless Company*, titolo speculativo, a forti oscillazioni, che venne trattato abbastanza largamente anche in Italia, negli anni di flessione della lira, come valore quotato e realizzabile in sterline.

A proposito delle imprese di questo gruppo occorre infine segnalare il metodo in cui da qualche tempo si manifesta caratteristicamente la tendenza degli enti pubblici, generali o locali, ad ingerirvisi di preferenza, considerandolo in parte di emanazione propria: quello cioè dell'interessenza diretta, con sottoscrizione di una porzione più o meno grande del loro capitale e conseguente rappre-

sentanza nella loro gestione. In Germania il fatto si osservava abbastanza di frequente già prima del 1914, ma solo ad opera dei comuni; dalla guerra in poi gli Stati e l'Impero sono entrati decisamente in tale via, tanto che molte voci oggi si levano a denunciare l'autentica socializzazione che così indirettamente si sta operando. Con le imprese elettriche, quelle della navigazione aerea, di alcuni canali, miniere, dei telefoni, ecc., sono le prime ad essere gradatamente assorbite. L'influenza della collettività amministrativa o politica vi si esercita con poteri crescenti e ben presto preponderanti. In Francia un concorso testè indetto dall'*Académie des sciences morales et politiques* ha posto in evidenza l'accentuarsi deciso di un uguale movimento, nelle imprese di vario sfruttamento delle forze idrauliche (canali, elettricità), e forse presto in quelle per l'utilizzazione di ricchezze minerarie delle provincie redente e della Sarre. Esempi analoghi, di giorno in giorno più numerosi, si segnalano dalla Svizzera, Svezia, Norvegia, Austria, Romania, Ceco-Slovacchia. La stessa Inghilterra ha ricorso al sistema per la costituzione di imprese connesse alla sua espansione economica mondiale (come l'*Anglo-Persian Oil Co.*, di cui 4.995.000 azioni su 8.950.000 appartengono allo Stato). Il Belgio ha organizzato largamente con tali criteri lo sfruttamento produttivo del Congo; e nella *Société nationale des chemins de fer*,

creata dalla legge 23 luglio 1926, lo Stato si è riservate con lo stesso metodo facoltà di gestione e di interessenza assolutamente preponderanti. L'« economia mista » (*gemischte Wirtschaft*, come i tedeschi chiamano l'azionariato pubblico) è dunque in rapido progresso; e dovunque si nota che, nelle società così formate, i poteri effettivi degli azionisti si riducon presto a ben poco.

In realtà l'ente pubblico vi agisce normalmente con scopi propri, di utilità generale, a cui sono subordinate le sorti specifiche dell'azienda. Basta evidentemente tale riflesso a fare di siffatte imprese un campo d'impiego assai poco attraente pel privato risparmiatore.

12. Industrie a imponenti basi patrimoniali sono pure le minerarie, predilette anche per ciò da taluni capitalisti, memori della fortuna eccezionale di talune, nel secolo scorso (i titoli carboniferi di Lens, Pas-de-Calais, Courrières si quotavano, nel 1910, circa cento volte il prezzo di emissione; e certe miniere inglesi di antracite avevano toccato un livello anche più alto). Leroy-Beaulieu riteneva però esser state assai più frequenti le rovine che gli arricchimenti improvvisi in questo ramo d'affari, ed esortava i capitalisti minori ad astenersene ed i più ricchi a collocarvi soltanto una ristretta porzione del loro avere. Una forte aleatorietà caratterizza invero queste speculazioni, soggette al

rischio di esaurimento parziale, ed infine totale, del filone sfruttato. Si calcola che la media delle miniere di vari metalli si impoverisce dopo dieci a quindici anni di esercizio e scompare entro 25. Quando una società possiede un'area molto vasta e molto ricca o tutto un gruppo di miniere, l'esaurimento delle une può, per un tempo anche assai lungo, venir compensato dalla coltivazione delle altre; ma si tratta comunque di un processo limitato nello spazio e nel tempo. Di durata maggiore, e, nei migliori casi, indefinita, sembrano le miniere di carbone dei bacini di eccezionale bontà, taluna delle quali sfruttate quasi da secoli. Agisce tuttavia su di esse, in modo tipico, la legge della produttività decrescente, per la profondità sempre maggiore a cui fa d'uopo spingere la ricerca. L'industria del carbone è poi una di quelle sulle quali i contrasti sociali agiscono più dannosamente. In Inghilterra, trascorso il breve periodo durante il quale fu possibile tener alti artificialmente, col dazio di esportazione, rendite, profitti e salari, incominciò fra imprese minerarie e sindacati operai la formidabile lotta, nella quale i lavoratori non ottennero, per vero dire, vittoria, ma in cui andò pure perduto in questi anni ogni guadagno capitalistico, senza che la minaccia di prossimi guai peggiori sia eliminata. Condizioni men disastrose si osservano in Francia, in Germania, nel Belgio (dove la battaglia mineraria inglese recò anzi ecce-

zionali benefizi alle ditte nel 1926); ma dovunque l'aumento degli oneri, in gran parte di natura politica, per la forza delle numerosissime e battagliere maestranze, ha proceduto con ritmo più rapido della curva dei rendimenti unitari (malgrado i progressi dell'attrezzamento) e soprattutto dei prezzi del prodotto. Onde le azioni carbonifere han segnato, in valore oro, forti falcidie.

Quanto alle miniere metalliche, le sorprese di estrazione vi sono all'ordine del giorno. Accade per lo più d'improvviso, dopo una fase di grande prosperità reale, seguita da un breve periodo di fioridezza fittizia, che il pubblico apprende l'impoverimento delle più rinomate fra esse. Variabilissimi sono del resto i prezzi dei metalli, a cui il corso di questi titoli si adegua automaticamente. In massima è consigliabile a chi li possiede di venderli quando il metallo rincara sensibilmente, nella certezza di poterli ricomprare appena si disegnerà l'inevitabile ribasso. Ma, seguendo il suo costume, la gente suol fare, anche il questo caso, esattamente l'opposto.

Di tutte le miniere, quelle d'oro sono le più aleatorie, essendo rarissimo che un filone sfruttato con qualche intensità duri più di 15 o 20 anni, mentre il più sovente scompare in 6 o 7. I possessori delle relative azioni corrono il grave rischio di scambiare per reddito consumabile un utile, la massima parte del quale dovrebbe invece accantonarsi

per ricostruire il capitale; onde si trovano infine ad essersi mangiato quest'ultimo.

I valori metallici godono, naturalmente, di vantaggi rilevanti durante l'inflazione, adeguandosi il prezzo di vendita di tali prodotti, al corso di Londra. Vennero pertanto ricercati, oltre il loro merito intrinseco, negli ultimi anni. In Italia la voga delle *Monte Amiata* proce-

Dividendi percentuali su valore nominale dell'azione

Gli utili distribuiti dalle nostre più fortunate compagnie minerarie, dal 1913 al 1925, sono i seguenti:

	NEGLI ANNI												
	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925
Elba	—	—	6	8	8	8	10	—	—	7	8	8	—
Montecatini	7	7	8	8	8	8	12	14	14	15	15	15	18
Società Monteponi	10	10	10	10	10	10	10	10	10	12	15	35	—
Monte Amiata	—	—	—	52,38	52,38	52,38	37,80	39	20	—	10	20	35
Siele	4	10	8	8	8	8	14	38,33	43,33	45,00	50	75	—
Boracifera Lardarello	5	4	5	6	8	6	6	11	10	10	10	10	—
Talco e Grafite Val Chisone	6,50	6,50	6,50	7	8	8	8	10	10	12	15	15	—
Marmi Vicentini	—	—	—	—	—	—	4	8	10	8	10	15	22

Un numero però assai maggiore brilla per l'assenza totale di utili, e molte per una serie di perdite.

L'indice generale di quotazione del gruppo riferito al 1913 segna, in dicembre 1927, 252. Ma può dirsi che soltanto le imprese maggiori e più antiche, che sono poche oltre le sovra elencate, figurano nel listino di borsa e quindi concorrono a formare la media.

13. Ai titoli del comparto immobiliare si applicano in gran parte le osservazioni già fatte a proposito della proprietà diretta dei beni a cui essi si riferiscono; con la differenza però che tali valori consentono di frazionare il possesso, rendendolo accessibile anche alle piccole fortune; e non richiedono ad essere amministrati le cure personali e la competenza tecnica che la gestione di terreni e di case necessariamente importa. Da ciò all'infuori, i criteri di scelta dell'impiego, il tempo opportuno per acquistare o vendere, la sorveglianza del suo andamento non devono essere diversi che per la cura patrimoniale degli stessi immobili. Converrà informarsi minutamente delle condizioni della zona entro la quale agisce di preferenza la società, del valore venale approssimativo dei fondi di sua spettanza, confrontato alla cifra per la quale sono stimati in bilancio, delle operazioni principali che compie. La cosa è, relativamente, meno difficile

che per altre forme di attività industriale, la tecnica e gli affari commerciali delle quali si sottraggono quasi assolutamente alla conoscenza ed all'apprezzamento dei profani; mentre le notizie sulle fluttuazioni di valore degli stabili e sulle cause che le determinano sono assai più diffuse ed intelligibili.

Naturalmente tutte le cause di natura non economica che tendono a limitare il diritto di proprietà si riflettono sui valori di questa categoria, rendendo vane talvolta le più fondate previsioni. Il regime vincolistico delle pigioni, per es., là dove tende a consolidarsi, vieta di fare calcoli plausibili sul contegno futuro di un titolo che rappresenti anche il più promettente patrimonio sociale di case di abitazione. Un caso tipico ne offre in Italia la *Società pel risanamento di Napoli*, che, dopo un periodo trentennale di perseveranti ed intelligenti sforzi e di costanti sacrifici per liquidare gli effetti della crisi gravissima sofferta alle origini, si trova oggi in possesso d'un magnifico gruppo di fabbricati urbani situati nel centro della città e portati prudenzialmente in bilancio quasi pel valore dell'anteguerra. Chi, dopo ponderato studio della situazione, acquistò gli anni scorsi il titolo, poteva ragionevolmente contare su grandi plusvalenze automatiche, quando si eseguissero le ovvie correzioni contabili, ed il reddito lordo delle case si avvicinasse, sia pure lontanamente, al livello corrente sulla piazza. Se non che, per motivi che

nulla hanno di economico, l'amministrazione dell'ente (esponente, in sostanza, della Banca d'Italia, che ne detiene la maggioranza delle azioni) aveva sempre mantenuti gli affitti operai ai prezzi del 1893, mentre la maggior parte delle abitazioni civili pagava meno del triplo dell'anteguerra. Onde il decreto del giugno 1927, cristallizzando col blocco delle pigioni tale stato di cose, ha fatto dei portatori di queste azioni altrettanti padroni di case di alto pregio e di grande avvenire, ma per intanto e fino a un ignoto termine, rimeritati della loro collettiva (e, per dir vero, involontaria) filantropia dal regime di temporaneo sequestro a cui sono soggetti. Si tratta evidentemente di paradosso transitorio, perchè la logica stessa della misura eccezionale adottata e gli scopi di riequilibrio monetaria che la medesima si è dichiaratamente proposti implicano l'ulteriore consenso al graduale passaggio ad un livello di affitti perequato e conforme al potere d'acquisto della moneta. Ma il fatto è sintomatico, come esemplificazione dei rischi particolari connessi alle forme di proprietà rispetto alle quali la ragione politica o sociale tende a prevalere sul concetto giuridico e sul calcolo economico puro.

Si deve in parte a queste ragioni se l'indice dei valori immobiliari, che apparentemente avrebbe dovuto seguire molto più da vicino il livello dell'oro, non segna nel 1928 che 222,2. I prezzi politici

che si applicarono, dal 1916 in poi, ai redditi fondiari, tanto agricoli che urbani, espropriarono il guadagno dominicale a favore di altre categorie (inquilini, affittuari di terre, consumatori di prodotti), onde la capitalizzazione di un reddito esposto a codeste anormali falcidie riflette, con le conseguenze del passato, i plausibili timori riguardo ad un non dissimile trattamento avvenire.

14. Si prestano assai meno a considerazioni generali le altre categorie di investimenti azionari. Trattandosi di industrie eminentemente varie, e la cui fortuna dipende soprattutto dalla buona gestione e solida struttura delle singole aziende, le caratteristiche di gruppo scompaiono di fronte alle individuali, da apprezzarsi caso per caso, con tutte le cautele che abbiamo premesse.

Al più, in linea di massima, possiamo riferire, traendoli in parte dalle ottime *Prospettive economiche* del Mortara, alcuni apprezzamenti di insieme sulle probabilità immediate di qualche ramo di industria, limitatamente al mercato italiano e per l'anno in corso. L'andamento dei rispettivi valori ne risulterà, quanto meno, influenzato sensibilmente.

Seta artificiale. L'esuberanza degli impianti e la rivalutazione monetaria hanno reso laborioso l'assetamento dell'industria. Gli accordi con le grandi imprese estere, se hanno diminuita la sua auto-

nomia, sembrano averne migliorate le condizioni tecniche e finanziarie; lo sviluppo della domanda nazionale e l'abile politica di esportazione hanno concorso ad accrescere le vendite. La produzione potrà quindi ancora espandersi, purchè venga curato il perfezionamento dell'organizzazione tecnica dell'industria, troppo rapidamente ingigantita, e ne vengano moderati taluni atteggiamenti di inquietante megalomania plutocratica.

Cotone. Già anteriormente alla rivalutazione della lira la nostra industria cotoniera incominciava a risentire qualche disagio. Le violente oscillazioni dei cambi nel 1925 e l'ascesa di essi nell'estate del 1926, lungi dall'avvantaggiarla, come è apparso all'osservazione superficiale, l'hanno in realtà danneggiata, scompigliando ogni ragionevole previsione. L'adozione di tariffe altamente protettive da parte di alcuni paesi balcanici, il continuo intensificarsi della concorrenza nelle manifatture asiatiche, il ribasso dei prezzi delle cotonerie britanniche, concorrevano a restringere gli sbocchi, mentre la restrizione del credito all'interno rendeva difficile la concessione di agevolazioni nei pagamenti, che avrebbero potuto favorire lo sviluppo delle vendite. La rivalutazione della lira ha poi recato alle imprese cotoniere, come a quasi tutte le aziende industriali, un danno patrimoniale, col diminuire fortemente il valore di una parte delle loro attività, lasciando immutato quello di una parte delle loro

passività. La necessità in cui si trovano i nostri cotonieri di tenere grandi scorte di materia prima, e l'eccezionale ampiezza delle rimanenze di filati e di manufatti, hanno reso più sensibile questo danno; le condizioni relativamente floride delle imprese, in generale leggermente gravate di debiti a lunga scadenza, lo hanno, d'altro canto, attenuato. I costi intanto (salari, interessi ed ammortamenti dei debiti) non hanno potuto ridursi in proporzione dell'abbassarsi dei prezzi dei prodotti, onde si dovette spesso vendere in perdita, con forte riduzione del reddito. Negli ultimi mesi del 1927 compare qualche accenno di ripresa, che potrà accentuarsi, dopo che il progresso di organizzazione delle aziende avrà fatti altri passi. In complesso l'industria è solida, come prova il suo successo, non dovuto certo soltanto all'effimero stimolante dell'inflazione, poichè già nel 1915 le sue condizioni erano floride. Ma incerta rimane la durata della fase critica attuale.

Lana. L'industria ha sofferto dalla rivalutazione della lira e per la grave perdita dei mercati balcanici. Ma appare abbastanza robusta per superare, senza irreparabili danni, il penoso stadio dell'adeguamento dei costi ai prezzi. Agli sbocchi compromessi e perduti, altri possono sostituirsi in Europa, in Asia, nel Sud-America, se l'energia e la volontà degli imprenditori si manterranno all'altezza delle loro tradizioni nobilissime, specie nella riorganiz-

zazione razionale delle loro aziende. Finchè tuttavia questa fase non sarà superata, non è probabile un miglioramento notevole nei valori del comparto.

Seta. La filatura ha subita, gli anni scorsi, la grave ripercussione della contratta domanda francese, in seguito alla crisi di rivalutazione del franco. Una certa ripresa si sta ora manifestando da quella parte. Ma la condizione dell'industria rimane penosa, dato lo squilibrio fra i prezzi dei filati e dei bozzoli. Difficile risulta pure lo stato dell'industria serica, che ha visti rarefarsi gli ordini ed è sempre costretta, per tener attivi i telai, ad adattarsi a prezzi assolutamente insufficienti. Da un'inchiesta dell'*Associazione italiana fabbricanti seterie* l'attività dell'industria sarebbe per ora ridotta a circa metà del normale.

In complesso dunque le condizioni presenti del gruppo tessile non sembrano dover ripetere, almeno per qualche anno, i non lontani grandiosi successi, pei quali l'indice dei titoli cotonieri toccò un massimo di 1305 nel gennaio 1926, ed a 420 e 955 giunsero i serici e lanieri (nel 1928 sono ancora, rispettivamente di 788, 413 e 440).

Industria meccanica. La rivalutazione della lira ha aggravato il disagio di una parte di questa industria, dovuto specialmente a difetti di organizzazione. Si è fortemente ridotta la domanda interna. L'esportazione è divenuta difficile, per gli

ostacoli dell'adeguamento dei costi al nuovo livello dei prezzi. Il *Bollettino di notizie economiche* del gennaio 1928 riferisce che l'industria continua a mantenersi, nel complesso, assai depressa. Soltanto la produzione di materiale ferroviario rivela una certa attività, in virtù delle forniture passatele dall'azienda ferroviaria statale. Anche la produzione del macchinario elettrico registra qualche miglioramento, per ordinazioni di aziende statali o idroelettriche.

In linea generale, la crisi di altri rami di produzione, l'arresto delle costruzioni edilizie, ecc., devono avere un effetto deprimente su queste industrie fornitrici di beni strumentali, la cui ripresa è subordinata a quella generale del mercato, dopo che sarà superata la fase di assestamento.

L'indice delle industrie meccaniche è il più basso della serie: 18,9 nel 1918, escluso però il gruppo automobilistico che è a 610, dopo aver toccato il massimo di 898 nel dicembre 1925.

Sulle industrie produttrici di materiali da costruzione, come su quelle del legno, del vetro, ecc., la stasi edilizia esercita un'azione altrettanto deprimente, che soltanto la fine del regime vincolistico potrà eliminare definitivamente. Per le chimiche (indice 1928: 134) non sono a trascurarsi anche fra noi le prospettive di crescente concorrenza germanica, che gli organi tecnici francesi segnalano da qualche tempo non senza inquietudine.

Fra le industrie varie merita attenzione l'andamento delle alberghiere, le quali però, nelle zone di maggiori attrazioni climatiche e turistiche, soffrono da due anni per la scemata affluenza e l'abbreviato soggiorno di forestieri.

Riassumendo a larghissimi tratti la situazione dal punto di vista esclusivo di chi stia in forse pel collocamento del proprio risparmio, possiamo dire che la scelta dell'industria a cui affidarlo e dell'impresa da preferire offre, in questo momento, speciali incertezze, ancora non profilandosi appieno i lineamenti dell'equilibrio a cui farà capo la perplessità tuttora dominante. Le precauzioni dei tempi normali devono, in tale stato di cose, divenire ancora più meticolose e diffidenti. Ma sono pure questi i periodi nei quali i capitalisti meglio informati e più accorti, pongono le basi di grandi lucri futuri. Le aziende che, per superare lo stadio critico, riducono o sopprimono il dividendo per uno o due esercizi vedono, per lo più, cadere assai in basso la quotazione delle loro azioni. Se però l'accantonamento degli utili fu deciso, non per dissesto organico o indebitamento eccessivo dell'impresa, ma per irrobustirla e risanarla radicalmente, può darsi sia convenientissimo comprarne proprio ora i titoli momentaneamente discesi ad un livello troppo più basso della loro reale consistenza e suscettibili perciò meglio di altri di plusvalenze considerevoli in un prossimo

avvenire. Disgraziatamente la mentalità dei risparmiatori d'ogni paese segue sempre esattamente la linea opposta, onde la domanda di un titolo sembra in ragione diretta del suo alto prezzo, e la fretta di sbarazzarsene in proporzione del suo relativo buon mercato.

15. A codesti paradossi psicologici, responsabili in buona parte della mala sorte toccata a tanti possessori di azioni, tende a portar rimedio la recente iniziativa delle società di investimento, aventi per iscopo di sostituire la competenza professionale e specializzata all'impulsività ed alla ingenua credulità individuale nella funzione delicatissima e di sommo valore sociale dell'impiego del risparmio. L'America e l'Inghilterra contano ormai a centinaia tali enti, che trovano imitatori in Germania, in Svizzera, ecc. Mancano invece, fino ad oggi, in Italia, avendo scopi assolutamente diversi (di gestione patrimoniale generale e di revisione aziendale) le prime società fiduciarie qui costituite (come la *Compagnia fiduciaria nazionale*, formata a Milano nel 1925); ed assomigliando assai più agli *holding* americani le compagnie finanziarie, di cui citammo già qualche saggio.

L'*investment trust* è, in sostanza, un'agenzia, mercè la quale i fondi combinati di molti risparmiatori, tanto grossi che piccoli, sono utilizzati nell'acquisto di tale una varietà di valori da rea-

lizzare la massima sicurezza con la più grande diversificazione; senza che alcuna partecipazione, controllo o responsabilità diretta si accompagnino all'impiego. Il portafoglio così formato viene poi maneggiato in modo da ricavare un buon frutto medio dal suo complesso; mentre un'attenta sorveglianza del mercato ne permette la rinnovazione continua, realizzando plusvalenze considerevoli. La società si procura i mezzi d'azione emettendo azioni ed obbligazioni proprie, accessibili ad ogni categoria di sottoscrittori, e generalmente molto gradite, sia perchè danno un interesse più alto di quanto potrebbe ottenersi, a parità di rischio, dall'impiego individuale di una massa di capitale meno cospicua, sia per le favorevoli quotazioni che tali titoli raggiungono e mantengono. Se ne apprezza l'importanza sapendo che, nella sola Inghilterra, il complesso delle loro emissioni supera i 100 milioni di sterline, quasi 10 miliardi di lire (appartiene a tale categoria, in America, la *Bankitaly corporation* fondata dall'italiano Giannini, che possiede valori per 800 milioni di dollari ed è il più grande « investment trust » del mondo).

Il segreto del meritato favore sta nel successo singolarissimo dell'originale gestione, che, mentre assicura, mediante le compensazioni di una larghissima base, la sufficiente regolarità di reddito minimo, che è una necessità pel minuto investitore,

lo pone in realtà, quanto alle prospettive di guadagni, nella condizione stessa di un grande capitalista, informatissimo del mercato interno ed esterno, che, seguendo i cicli della mutevole congiuntura, vende con utile certi valori spinti dalla speculazione al tempo stesso in cui ne acquista altri momentaneamente depressi sotto il loro valore effettivo, e così accresce per due versi l'importanza del suo patrimonio. Lo scopo si consegue con l'applicazione di poche regole fondamentali strettamente osservate, fra cui primissime: la molteplicità grandissima degli impieghi (da un minimo di 399 a un massimo di 873 valori diversi, per le principali compagnie inglesi, nel 1924); la rigorosa ripartizione territoriale (i titoli nazionali non superano in nessuna di esse il 40 per cento del totale), e l'altrettanto ponderata distribuzione per ramo d'industria o tipi di titoli. Tanto nella scelta degli acquisti che nelle decisioni di mutamenti, le cause soggettive di errore sono così ridotte al minimo, per far luogo ai calcoli di probabilità propri dei fenomeni a cui si applica la legge dei grandi numeri. Raramente tali imprese abbandonano il campo conservativo dell'investimento automatico, per assumere funzioni attive di promotrici e finanziatrici. Ma in ciò appunto sta il tratto che le distingue dai vari istituti di credito mobiliare e dalle banche a competenza eclettica di tipo continentale-europeo, facendo loro applli-

care assai meglio il principio della divisione dei compiti, molla motrice del progresso economico moderno.

Ultimamente il moltiplicarsi di queste imprese, sempre più favorite dal pubblico, e la concorrenza che ne è risultata, ha suscitato alcune voci circa le tendenze speculative che si sono manifestate nelle meno serie di esse. Ma la reazione stessa dei più autorevoli organi finanziari contro l'andazzo pericoloso, che snaturerebbe le società distraendole dagli scopi, modesti ma utilissimi, per cui sorsero, prova che la loro funzione è altamente apprezzata e rende servizi preziosi. Le più serie e le migliori fra le inglesi, del resto, han dati anche nello scorso esercizio risultati insperati: l'*Economist* (17 marzo 1928) riassume quelli di 17 fra le più note, che han distribuiti dividendi dall'8 al 20 %, pure formandosi fortissime riserve.

Se, come molti augurano, avessero a nascere anche in Italia istituti consimili, ben fondati e diretti, l'acquisto dei loro titoli sarebbe certamente consigliabile ai risparmiatori, incapaci di giudicare direttamente della preferibilità da accordarsi all'uno od all'altro valore azionario, e giustamente perplessi di fronte alle incognite dei bilanci e dei resoconti delle società, che divengono sempre più oscuri e misteriosi (specialmente pei rapporti di partecipazione e di subordinazione che intercedono fra moltissime di esse).

16. Uno degli elementi più interessanti a giudicare del valore attuale di un titolo è fornito dal suo contegno durante gli anni convulsionari dell'inflazione. Sembrerebbe, in linea generale, che i valori azionari, come rappresentanti di beni reali, avessero dovuto seguire molto da vicino il livello monetario espresso nell'indice dei prezzi, per modo che i loro possessori potessero uscire dalla grande burrasca in condizione reale non molto dissimile da quella in cui si trovavano al punto di partenza. La verità è invece che, se essi scapitarono meno dei portatori di titoli a reddito fisso, la loro perdita complessiva fu pure assai forte. Il che, indipendentemente dal brusco rovesciarsi di situazioni provocato dalle nuove circostanze nelle singole imprese e rami di industria, dipese, in senso assai più largo, dalla instabilità perpetua che ha caratterizzato il convulsionario periodo. Quando i prezzi delle materie prime o dei prodotti presentano degli sbalzi che raggiungono fino al 50 od al 100 % del valore iniziale nel corso di un anno, qualunque operazione a non brevissimo termine diviene speculazione temeraria, e può far capo ad un lucro immeritato come ad un danno iniquo. Le imprese sono condotte a rivedere incessantemente i loro metodi. Il disordine dei cambi e dei prezzi genera un'attività fittizia e sviluppa il gusto del gioco. Il successo cessa di essere la ricompensa della fatica meritoria, per divenire la remunerazione dell'abi-

lità e della fortuna di chi sa approfittare delle differenze dei corsi.

Altri fattori sfavorevoli al sano progresso industriale reca inoltre con sè la mentalità dell'inflazione. La facilità di guadagni, lo sviluppo improvviso, lo squilibrio di criteri direttivi che ne derivano hanno per frequente effetto di far dimenticare o pretermettere le rigorose norme di economia che presiedevano prima alle gestioni aziendali. La megalomania di piani stravaganti si traduce in una ipertrofia di organi amministrativi, che riduce, coi suoi costi crescenti, gli utili spettanti agli azionisti. La tendenza delle società anonime a burocratizzarsi ed appesantirsi di superstrutture parassitarie, anteriormente già rilevata dal Marshall, ne riceve un impulso improvviso e formidabile. Sbolita l'effervescenza provocata dalla falsa moneta, tutti questi inconvenienti perdurano, almeno parzialmente, influenzando sulla quotazione definitiva dei titoli. Ecco perchè, attraverso disparità considerevoli di gruppi e di aziende, la media generale dei loro corsi rimane lontana dal livello oro pre-bellico, anche se superiore a quella dei valori a reddito fisso, che della rivoluzione monetaria furono le prime vittime.

Il fenomeno si manifestò con caratteri assai somiglianti in tutti i paesi devastati dal ciclone. In Francia l'indice generale carta dei valori a frutto variabile (sulla base 100 della media 1900-1910)

segna 143 nel 1913, 145 nel 1921, 151 nel 1922, 219 nel 1923, 265 nel 1924, 262 nel dicembre 1925. In Germania anche le migliori azioni deprezzano in valore oro di almeno il 50 % dal 1914 al 1925, mentre la media generale perde oltre l'80 %. In Inghilterra già nel 1919 il valore capitale di tutti i titoli industriali giudicati più sicuri presentava diminuzioni varianti da 29 a 12 % del nominale, astrazion fatta dallo svilimento monetario (allora assai sensibile). In Italia gli indici Bachi offrono la serie della tabella a pagina seguente.

Vero è che tali indici sono affatto insufficienti a misurare il guadagno dei portatori di ciascun gruppo di azioni, sia per le grandissime differenze di contegno dei singoli titoli, sia perchè nel calcolo non sono inclusi tutti i lucri e le perdite nel contempo derivate da privilegi o partecipazioni eccezionali concessi da certe imprese ai loro azionisti, o da falcidie per riduzioni di capitali, ecc., supponendosi immutato (ciò che in moltissimi casi non risponde al vero) il titolo originario. Conviene dunque accogliere questi dati col criterio della più larga relatività, come espressioni, più che altro, della tendenza comparativa delle varie categorie, e come media generale probabilmente alquanto bassa. Indiscutibilmente comunque risulta in complesso che la gran maggioranza delle azioni si valorizzò assai meno di quanto avrebbe comportato lo svilimento monetario, anche nei momenti di

Indice delle quotazioni per i titoli a reddito variabile.

	MEDIA DEL DICEMBRE DEGLI ANNI									
	1913	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927		
Banche	100	88	94	109,1	132,4	127,8	104,2	123,3		
Ferrovie	100	88	150,4	166,9	215,6	227,6	201,7	269,5		
Navigazione	100	99,1	114	124,5	180,8	154,2	117,5	121,3		
Cotone	100	355,9	468,2	699,9	1290,5	1391,9	682,9	798		
Lana	100	131	187,5	247,5	495,2	442,6	331,8	363,1		
Seta.....	100	245,1	418,5	456,8	988,1	1014,8	327,8	440		
Miniere	100	106,2	131,6	181,5	281,2	273,1	208,5	255,2		
Siderurgia	100	31,1	35,6	39,3	529,	46	30,9	35,3		
Mecanica	100	39,7	25,4	25,2	30,5	32,1	17,2	17,5		
Automobili.....	100	275,1	339,4	484,7	833,8	898,8	476,2	607		
Elettricità	100	98	112,8	139,2	202,6	196,3	145,7	178,4		
Chimiche	100	73,6	91,7	109,6	120,1	178,8	107	126,2		
Zuccheri	100	158,4	192,6	229	374	282	248,4	319,4		
Immobiliare	100	125,6	145	191,9	351,3	258,6	181,2	198,9		
Generale	100	80	90,3	107,4	163,4	153,9	104,5	129,3		

cambi più alti (ciò che determinò l'insuccesso delle campagne di rialzo fondate sulla previsione opposta, specie in Germania ed in Austria); mentre ne subirono poi gravemente il tracollo, appena si delineò l'azione risanatrice.

Le cause per le quali l'inflazione esercitò, in definitiva, un'influenza sfavorevole sulla situazione patrimoniale di moltissime aziende sono utili a ricordarsi, perchè forniscono criteri di apprezzamento nelle previsioni che si posson tentare sul prossimo andamento degli stessi valori, nella fase di riequilibrio tuttora in corso.

Come si comportano, quando la moneta incomincia a perder valore, gli elementi abbastanza eterogenei che formano l'attivo di una società? Limitandosi ai principali troviamo:

a) Valori carta (numerario in cassa o depositato, crediti vari, buoni del tesoro, consolidati o obbligazioni in portafoglio), che si svalutano automaticamente con la moneta. Le società tendono subito, naturalmente, a ridurre codesta parte del loro attivo, accrescendo piuttosto le loro immobilizzazioni o il fondo di merci; ma con ciò rompono l'equilibrio normale fra i vari elementi, e riducono eccessivamente le disponibilità liquide, indebolendosi per l'avvenire. Per evitare tale inconveniente molte si costituiscono dei depositi all'estero, o comprano titoli libellati in oro, che seguono le fluttuazioni del dollaro. Comunque, tutto com-

preso, sono probabili perdite sensibili su questo capitolo;

b) Portafoglio azionario. Le aziende tendono sempre più, per differenti scopi, ad interessarsi in altre società, comprandone i titoli. Nell'inflazione questa parte dell'attivo varia evidentemente secondo la sua composizione, e può dar luogo a grosse perdite;

c) Immobili e impianti. Il loro valore nominale aumenta, ma rimane quasi sempre inferiore al livello generale dei prezzi, soprattutto al momento della stabilizzazione. L'eccesso di immobilizzazioni che si è prodotto si manifesta d'un tratto col cessare dello stimolante fittizio dell'inflazione; il consumo cala; l'esportazione si restringe. Molte aziende sono costrette a restringersi. È verosimile che allora gli stabili e gli impianti industriali scapitino notevolmente. L'esempio della Germania lo ha del resto ampiamente confermato;

d) *Stock* di merci. I suoi prezzi variano assai, secondo le cose che lo compongono. Talvolta il rialzo eccede lo svilimento monetario, altre volte rimane assai inferiore ad esso (mentre l'indice italiano dei prezzi all'ingrosso segna nel febbraio 1928 la media generale di 388,74 sulla base 100 del 1913, il gruppo delle derrate alimentari è salito a 477,94 e quello delle materie industriali a sole 365,80; ma dislivelli ben più forti presentano le singole merci).

Pretendere dunque che le azioni sono dei valori *reali* non è esatto. L'attivo di una società è un conglomerato di valori carta, di valori oro e di valori reali, la media dei quali sarà secondo i casi, in ragione della loro importanza rispettiva. In linea molto generale però vediamo che il valore dell'attivo tende a decrescere, quanto più il deprezzamento monetario procede.

Quanta parte toccherà agli azionisti in codesto attivo? Dipenderà dall'ammontare dei debiti e dalla moneta in cui vennero stipulati. E dipenderà pure dalla forma di tali debiti; perchè gli impegni a breve termine, facilmente contratti durante l'inflazione, possono presentare difficoltà od oneri particolarmente gravosi di rinnovazione nella fase di rivalutazione, quando le banche restringono il credito; ciò che obbliga le aziende a realizzare gli *stock* di merci, o i titoli in portafoglio, svendendoli. Probabilmente dunque l'attivo finale risulterà così di nuovo decurtato.

Alle perdite in valore capitale si aggiungono quelle sui dividendi, che hanno in generale seguito tardi ed imperfettamente il rialzo dei prezzi, anche perchè frequentissimi errori di calcolo derivarono dalla mancata esatta determinazione dei costi, nell'incertezza di moduli e nella instabilità di condizioni prodotte dalla cattiva moneta. Quando pure del resto il coefficiente di guadagno aumenta, per la dilatazione innegabile della cifra globale di

affari che si osserva in tali periodi, i benefici distribuiti o portati a riserva, perdono valore più rapidamente di quanto non si accrescano nominalmente. La tendenza ad investirli in più estesi impianti per sottrarli allo svilimento automatico non li salva che in parte, come vedemmo, dal pericolo. Infine le abitudini di sperpero, contratte nei periodi di danaro facile e di altri lucri apparenti, si perpetuano peggiorando permanentemente le sorti dell'azienda.

Il complesso inoltre delle somme da ripartire non è destinato ai soli soci, i quali concorrono con gli amministratori, i titolari di porzioni di fondatore e gli enti pubblici che diedero la concessione. Il Miremonde osserva che col deprezzarsi della moneta, la quota attribuita agli azionisti scema in paragone delle altre, e giustamente rileva la grande importanza di codesto punto, raramente rilevato. Se, p. es., si stipula nel contratto di società che gli azionisti riceveranno anzitutto un frutto adeguato sul capitale (5 o 6 %), mentre l'eccedenza verrà divisa fra azionisti, amministratori, fondatori e concedenti, secondo una proporzione convenuta, l'inflazione falsa completamente il gioco di tali clausole. Supponiamo una società che, nell'anteguerra, registrasse un utile di 2 milioni oro, bastevoli a pagare agli azionisti il 5 % statutario. I fondatori non percepivano nulla. La stessa società realizza successivamente 10 milioni carta, pari,

per ipotesi, ai 2 oro. Se, pagato il detto 5 %, i fondatori han diritto, poniamo, alla metà dell'utile, essi riceveranno $\frac{10 - 2}{2} = 4$ milioni, e le azioni

6 milioni carta = 1,4 oro. Benchè l'impresa non abbia subita alcuna perdita reale, gli azionisti percepiscono un reddito del 30 % inferiore all'anteguerra. Computando poi l'aumento delle imposte, il reddito scema del 50 o del 60 %. Siccome il saggio di capitalizzazione dei valori azionari si è, a sua volta, piuttosto innalzato che abbassato, la quotazione del titolo deve essersi ridotta, in oro, almeno della metà. L'azionista è stato dunque espropriato dall'inflazione come l'obbligazionista, sebbene in misura minore.

Le nuove emissioni di questi anni aggravano il danno delle azioni primitive; poichè, col versamento di una somma che, in oro rappresenta $\frac{1}{3}$ o $\frac{1}{4}$ delle primitive, i sottoscrittori delle nuove azioni godono di eguali diritti nel reparto degli utili. Una media sfavorevole ai capitali contribuiti da più lungo tempo si stabilisce, per tal modo, e si consolida.

Spesso ancora gli amministratori od il sindacato finanziario dominante, riservandosi la più grossa parte delle nuove emissioni, peggioran la situazione dei vecchi azionisti. Dal complesso di tali fatti deriva il deprezzamento reale delle azioni.

Il ritorno alla moneta sana determina, per lo più, una pronta ripresa nei corsi dei titoli, ma con caratteri di irregolarità grande secondo i precedenti di ciascuno di essi. Assistiamo allora ad un processo di epurazione generale, sulla base solida finalmente raggiunta; onde si rende possibile ridurre a cifre omogenee e concrete le attività delle aziende e quindi il valore effettivo delle loro azioni. Alle addizioni fittizie di somme di ugual nome ma di contenuto affatto diverso (lire di data varia) succedono operazioni su unità aventi tutte un ugual peso. Problemi tecnici assai complicati (come ben appare dal fin qui detto) si presentano per attribuire un valore attuale corretto alle singole partite, così da formarne un bilancio intelligibile e sincero. Opportunità di occultamento, di frodi, di esagerazioni in più o in meno offrono tutte le voci patrimoniali (crediti, merci, portafoglio, immobili, avviamento, brevetti, ecc.). Ma la società che rifiutasse da considerarle quanto meno con la ferma volontà di vederci finalmente chiaro e preferisse indugiare nelle ambiguità nate dall'equivoco monetario, chiuderebbe gli occhi volontariamente a sè ed al pubblico, con le più gravi conseguenze a breve scadenza. La coscienza e la risolutezza perciò con cui esse procedono, subito dopo il risanamento della valuta, a codesta indispensabile operazione, fornisce un ottimo termine di paragone per giudicare della convenienza di non ritrarne il risparmio

che già uno vi abbia investito o di affidargliene di nuovo.

17. Indipendentemente del resto dalla fase particolarmente delicata che i paesi usciti dalla falsa moneta per necessità attraversano, norma fondamentale di condotta per l'investitore in titoli azionari deve essere quella di scegliere le società tendenti ad introdurre nei loro resoconti una chiarezza ed una precisione maggiore.

Due correnti si delineano oggi a tal riguardo. Alte autorità degli Stati Uniti vanno da tempo raccomandando la pubblicità massima da parte delle imprese industriali, come vantaggiosa ad esse e all'intero mondo degli affari; ed un simile invito ad essere più largamente informati sulla situazione delle compagnie venne largamente diffuso in Inghilterra da un gruppo di giornali, capitanato dal glorioso *Economist*. Dalla campagna condotta vigorosamente in America dall'*Industrial management* si può rilevare che, malgrado tutte le critiche udite sulla pratica locale in materia, molte delle principali corporazioni del paese danno in ciò ottimi esempi. Il trust dell'acciaio, fra gli altri, pubblica, mese per mese, le ordinazioni in corso; la *General motors* rapporti trimestrali sui profitti e mensili sulla produzione. In Inghilterra l'iniziativa è stata seguita dalle società minerarie, gommifere e del petrolio. Ma in entrambi quei

paesi, come assai meglio negli altri, la grande maggioranza degli azionisti industriali è ridotta a fare delle vaghe congetture sul modo come i loro affari procedono, interrogando invano i sibillini e complicati bilanci; mentre sorge e si afferma d'altro lato la pericolosa teoria, enunciata anche dal Keynes, del graduale trasformarsi dell'anomima in un ente dotato di vita, personalità, scopi, interessi propri, indipendenti da quelli degli azionisti, i quali posson pretendere soltanto a un congruo frutto del loro capitale, non ad ingerirsi nella gestione dell'ente, condotta ormai con vedute ed intenti di prevalente utilità pubblica.

Grosso modo credo non erreranno gli investitori scegliendo di preferenza le società che dimostrano coi fatti di voler appartenere al primo gruppo, più aderente alla tradizione e men travciato da infatuazioni megalomani. Con le seconde gli azionisti corrono il rischio di divenir partecipi soltanto delle perdite, come degli obbligazionisti inferiori, perchè privi di garanzia. Salutare infine la diffidenza verso gli enti che troppo indulgono alla megalomania di struttura, di sedi, di pubblicità costose, di cui in Italia forse più che altrove danno spettacolo non rassicurante molte società, prosperate finora con metodi ben diversi.

18. L'ora presente dell'economia mondiale sembra annunciare prossima la chiusura della

formidabile perturbazione che, attraverso la ridda delle valute, portò al totale disorientamento della vita degli affari e dei principi che la governano. La restaurazione monetaria si esprime, a mano che si svolge, nella tendenza dei prezzi a ribassare; onde gli osservatori superficiali ed impressionisti sono portati a sentenziare che l'inflazione essendo ormai fenomeno superato, diventa ozioso, almeno agli scopi pratici, richiamare gli effetti che essa ebbe sulla curva dei diversi valori e della relativa speculazione.

Non affrettiamoci però troppo a dimenticare quella recente, tanto istruttiva esperienza. A tacere delle eventualità, tutt'altro che immaginarie, di qualche nuova guerra, che rimetterebbe in moto, con attività forse inaudita, il malefico torchio, occorre considerare la prospettiva, sempre incombente, della vera «inflazione aurea», che seguirebbe al mutamento della politica creditizia delle Banche di riserva nord-americane, ove esse cessassero dal sequestrare il metallo ed affondarlo nelle loro cantine per mantenere durevolmente stabile il livello dei prezzi. La tendenza del resto al deprezzarsi della moneta, che parve sospesa durante un lungo tratto del secolo XIX (ciò che generò le illusioni, tuttora diffusissime) domina in realtà tutta la storia, a cominciare dai più antichi tempi; si riafferma visibilmente dopo il 1900; si accentua violentemente dopo il 1914,

quando i prezzi oro mondiali salgono, in un decennio, di oltre il 30 %; nè è affatto escluso abbia a manifestarsi anche più decisamente, col cessare dell'equilibrio artificiale proprio del regime provvisorio odierno. Tale plausibile eventualità rientra dunque nei calcoli che la più elementare prudenza suggerisce per la scelta degli impieghi di alquanto lungo respiro.

G) *Sorveglianza e gestione del portafoglio mobiliare.*

1. Sorvegliare attentamente un portafoglio è compito almeno tanto importante, e talvolta non men difficile, che quello di formarlo.

Leroy-Beaulieu cita parecchi esempi di gravi deperimenti patrimoniali dovuti alla semplice dimenticanza o negligenza di praticare operazioni assolutamente ovvie, perchè indicate senza possibilità di errore da circostanze e scadenze notissime (rimborsi imminenti di titoli quotati sopra la pari, conversioni annunciate, ecc.). Tipico fu quello del consolidato inglese prima e dopo la conversione del $2\frac{3}{4}$ al $2\frac{1}{2}$ % nel 1903. Poco prima di tale data — che era stata stabilita irrevocabilmente *da quindici anni* —, il titolo quotava ancora 112 a 114; appena la riduzione dell'interesse si effettuò di pien diritto fra la grande sorpresa di moltissimi *rentiers*, il corso cadde a 86-87. Ma, trattandosi di valori men noti, il

grado di attenzione vuol essere assai maggiore; come quando, nel caso di società industriali, si debba badare alla durata delle concessioni di cui godono, dei brevetti che loro appartengono, ecc. Le concorrenze che sorgono, le scoperte ed applicazioni tecniche che svalutano processi di fabbricazione altamente fruttiferi, costituiscono altrettanti punti da vigilare e meditare da un portatore d'azioni, che non voglia trovarsi di fronte inopinatamente a perdite non più rimediabili.

Per altre ragioni pure una assidua cura del portafoglio si impone.

Molte società aumentano il loro capitale dando ai vecchi azionisti un'opzione per sottoscrivere all'emissione, offerta per lo più ad un prezzo più basso del corso delle azioni primitive. Lo scarto è spesso assai ampio. Il socio che non usa del suo diritto può incorrere così in una grave perdita. Molta attenzione deve farsi perciò alle condizioni ed al termine. Chi non voglia sottoscrivere può cedere l'opzione, che è generalmente negoziata in borsa. Ma raramente ciò che ne ricava compensa il danno che le altre azioni subiscono. Sembra quindi preferibile, non volendo sovraccaricarsi di un valore o non avendone i mezzi, vendere una parte delle vecchie azioni nel periodo che precede l'operazione (durante il quale il gruppo che la dirige ha interesse a sostenerne il corso) adottando il ricavo alla sottoscrizione delle nuove.

2. Posto che un portafoglio ben condotto importa nella sua composizione dei movimenti, non continui e quotidiani (*l'Économiste français* esorta a guardarsi dalla passione *papillonne*), ma effettuati di quando in quando, con riflessione e maturità, in quale momento conviene vendere, in quale comperare? Quale è la misura, la successione, il frazionamento o la distribuzione scalare delle realizzazioni e degli acquisti adatti, in regola generale, a procurare il massimo profitto o limitare al minimo le perdite?

Se un valore posseduto risulta affetto da un vizio organico grave, evidentemente bisogna disfarsene. Occorre tuttavia non lasciarsi guidare da semplici impressioni e voci borsistiche, ma, dopo seria riflessione, sentirsi convinti che il difetto del titolo è veramente grave e senza speranza di cura. Soltanto allora conviene applicare il principio, che troppo redditieri ripetono invece ad ogni burrasca, anche effimera di borsa: meglio sacrificare una mano oggi, per non perdere il braccio domani!

Se, al contrario, il redditiero registra un guadagno considerevole sopra un valore, dovrà realizzarlo? Ci possono essere due eccessi: quello di conservare indefinitamente un titolo già molto rincarato, in attesa di un rialzo ulteriore; l'altro di liquidare completamente un valore, che non ha esaurita la sua capacità ascensionale. Un fortu-

nato finanziere francese ha posto come massima che bisogna sempre lasciar luogo a qualche rimpianto quando si vende, non attendendo cioè per farlo la fase più accentuata del rialzo. Per non cadere però nel pericolo opposto, tornerà forse opportuno di non privarsi della totalità del valore, quando si abbia motivo di ritenere che il corso a cui è giunto risponda a elementi concreti di apprezzamento della sua consistenza. Realizzazioni scalari, colla conservazione di una parte dei titoli, soprattutto quando questi, mediante i guadagni ricavati su quelli venduti, giungono a non costare che pochissimo, sembrano costituire il metodo più ragionevole e più sicuro.

Un dato troppo spesso trascurato dai risparmiatori che seguono nei listini di borsa le vicende di un titolo è la distanza che corre fra il suo valore nominale (la pari) e il corso raggiunto. Le quote ben compilate recano, di solito, entrambe le indicazioni; ed è indispensabile confrontarle, da due punti di vista. Anzitutto una pari troppo lontana dal prezzo attuale deve far seriamente riflettere, essendo improbabile, salvo casi eccezionali di monopoli, privative, ecc., che un capitale versato qualsiasi procuri utili regolari del 20, 30, 50 %; senza che si preparino e sorgano concorrenze per ricondurlo ad un livello meno fenomenale.

Convieni inoltre pensare che molte imprese, godenti di concessioni temporanee o costituite per

sfruttare campi d'attività di durata naturalmente limitata, sono tenute soltanto a rimborsare alla pari l'importo dell'azione, all'atto del loro scioglimento. Nell'uno e nell'altro caso, comunque, il possessore del titolo sopravvalutato deve accantonare regolarmente sul reddito una congrua quota d'ammortamento.

Altro punto da considerarsi è quello dei titoli totalmente o parzialmente liberati, i secondi distinti a loro volta, secondo che comportino versamenti fissi e periodici, o rimangano soggetti soltanto a richieste di integrazione in circostanze eccezionali e non specificate (costituendo la parte non versata una garanzia per terzi, come spesso si pratica dalle società di assicurazione). Generalmente il prezzo leggermente inferiore delle azioni liberabili ratealmente rispetto a quelle totalmente saldate non ha ragione d'essere, se non nel desiderio del minuto pubblico di completare l'investimento in una sola volta. È un elemento psicologico di cui i capitalisti più spregiudicati posson approfittare. Quanto ai titoli su cui incombe la spada di Damocle di una improvvisa richiesta di versamento, anche considerevole, essi contengono un'alea (in vista di possibili crisi) che vuole essere compensata da un utile alquanto superiore.

Venduto un titolo con guadagno, e deciso di sostituirlo con un altro che abbia buone prospettive d'avvenire, è bene ugualmente procedervi per

gradi, per studiarlo meglio e seguirlo nei suoi passi successivi. Si rinuncia forse così ad alee di guadagno; ma si eliminano (cosa ben più importante) cause di gravissimi errori.

Una teoria di gran voga suggerisce, quando un valore comprato e che si ritiene buono si svaluta, di comprarne di nuovo, accrescendo ad ogni ribasso la quantità posseduta, per compensare la perdita attuale col maggior guadagno futuro. È il così detto « sistema delle medie »; pericolosissimo e responsabile delle più clamorose catastrofi borsistiche. Quando infatti un titolo scende di seguito, con ostinazione, conviene dirsi che esiste qualche causa, da noi ignorata, che lo affonda. Se realmente fosse giunto troppo basso, probabilmente il movimento si arresterebbe; essendovi quasi sempre intorno ad un valore serio un gruppo di patronato o di una clientela che lo conosce a fondo e lo compra, se diventa molto conveniente. Incaponirsi pertanto a comprare quantità sempre maggiori di un titolo che declina rappresenta una rischiosissima avventura; a meno che per conoscenza diretta ed assoluta dell'impresa si abbia la certezza che il fenomeno è transitorio.

3. C'è chi consiglia ai risparmiatori di frequentare di quando in quando la borsa, per acquistare dimestichezza col movimento dei valori. Credo però che qualsiasi altro impiego del suo tempo

gli tornerà assai più profittevole. Nessun ambiente invero è meno adatto ad orientare ed istruire nella pratica delle operazioni finanziarie i non professionali; che vi contraggono invece velleità perniciose di speculazione inconsulta, non altrimenti che frequentando una grande casa da gioco.

Vantaggioso alla loro educazione economica risulta invece l'intervento alle assemblee delle società di cui possiedono i titoli, anche se le relazioni, i bilanci, le notizie che vi odono non loro tornino spesso perfettamente intelligibili. Possono, quanto meno, attingervi qualche informazione, chiarirsi qualche dubbio, ed acquistare dimestichezza col genere d'affari nel quale si trovano interessati, spesso senza conoscerlo.

4. Un ultimo aspetto del governo patrimoniale riflette la pratica, sempre più diffusa, di valersi largamente delle banche, come depositarie, non soltanto momentanee, di somme o di valori.

Quando domina l'incertezza sugli impieghi durevoli, molti affidano agli istituti di credito fondi superiori alle proprie esclusive riserve liquide, vincolandoli a periodi anche lunghi (di più mesi od anni) e ricevendone un interesse abbastanza alto. La pratica, data la premessa, non è cattiva, a condizione si scelgano banche di primissimo ordine, di importanza nazionale e di limpidissima situazione. Diversamente si incorre nei rischi di cui i

depositanti in banche maestose di statura quanto sospette di metodi si fecero spesso, a loro spese, una precisa idea.

Altro modo di utilizzare i servizi delle banche è, per parecchi capitalisti, quello di ottenerne anticipazioni su deposito di titoli; operazione che consente di disporre di mezzi liquidi per eventuali opportunità che si offrono, senza realizzare valori da cui si attendono buoni risultati.

Per la facilità stessa che presenta il sistema risulta però insidioso, come fonte di illusioni, a un certo punto, sulla reale entità della propria fortuna.

Non è raro il caso di chi cede alla tentazione di indebitarsi in tal modo fino al massimo consentito. Se allora i suoi valori deprezzano, deve coprire il *deficit* con versamenti, che gli riescono, nel critico frangente, onerosissimi. Il costo dell'operazione risulta del resto sempre elevato; e difficilmente il profitto che si ricava dalle somme mutate riesce a compensarlo. Prima condizione del corretto governo d'un patrimonio è di mantenerlo assolutamente netto, vendendo valori, se occorrono disponibilità liquide, piuttosto che indebitarsi.

Il deposito di titoli in amministrazione o custodia presenta, per le persone distolte dall'occuparsene da assorbenti mansioni, reali, e non troppo costosi vantaggi; a patto si affidino esclusivamente

a istituti primari, di correttezza e solidità ineccepibile. I fallimenti o l'infedeltà di molti banchieri privati non permettono di ignorare il pericolo di ricorrere per codesto servizio a fiduciari, che possono stornare il deposito valendosene per le loro operazioni.

H) *Nozioni tecniche sul mercato dei titoli.*

1. La borsa è uno degli organi essenziali della moderna struttura economica, costituendo il mercato dei mercati ed, in certo modo, il fulcro a cui converge e da cui si dirama tutta la vita degli scambi. Non molti tuttavia sono coloro che si facciano un'idea esatta del suo vero carattere e della sua genuina funzione. Poco meglio di una casa da gioco la definì anni fa, in pieno Parlamento, perfino un primo ministro d'Italia. Ed il pregiudizio è comune alla grande maggioranza della gente timorata, che, estranea alla vita degli affari, rimane assai propensa a vedere in chi se ne occupa una masnada di filibustieri, confondendo facilmente l'eccezione con la regola, e taluni aspetti patologici del fenomeno con la normalità, indubbiamente benefica e, comunque, assolutamente necessaria, che esso rappresenta. La verità è che, come in ogni accolta di persone unicamente intesa a scopi di lucro, la borsa offre campo ed occasioni frequenti di inganni, frodi, colpi di mano a danno

degli ingenui e degli ignari. Condizione pregiudiziale per servirsene, anche per chi non abbia velleità speculative in proprio senso, è dunque di conoscerne elementarmente il meccanismo e la tecnica, così da potersi premunire contro le peggiori sorprese, non meno nella scelta dell'intermediario che nella forma degli ordini da impartirgli.

Riguardo alla prima, conviene porsi bene in mente che soltanto gli agenti di cambio debitamente autorizzati e le case bancarie di primo ordine danno garanzie sufficienti di fedele esecuzione e di riposante solvibilità. Le leggi che, in vario modo secondo i paesi, regolano l'esercizio della professione, circondandola di cautele, sottoponendola a cauzioni ecc., concorrono alla sicurezza delle operazioni affidate agli agenti, delle quali costituiscono inoltre una tutela supplementare la solidarietà quasi sempre spontaneamente praticata fra i membri di tale categoria. E le banche più note e più solide presentano anch'esse i requisiti necessari per essere incaricate, con piena tranquillità, di compre o vendite in borsa per conto dei clienti. Non così invece deve dirsi della folla di istituti di credito minori, specie se di data recente e di oscuri mezzi, che germogliano tanto numerosi nei periodi di febbre speculativa dovuta a qualsiasi causa, per poi fallire a gara disastrosamente, appena cambia la congiuntura. Nelle continue catastrofi di banche più o meno private,

che si succedono in Italia in questi anni, la sorte di coloro che avevan ricorso alla loro opera (spesso proposta ed offerta con la più molesta insistenza) per eseguire investimenti o realizzi non fu migliore di quella dei loro depositanti, comodanti, creditori d'ogni specie.

Quanto poi al tipo delle operazioni da commettersi, non tornerà inutile riassumere schematicamente le principali, su cui non tutto il pubblico possiede nozioni insufficientemente precise.

2. Escludendo dal nostro discorso la negoziazione di molte merci, che pure si compie in numerose borse, con norme particolari, da classi di professionisti specializzati, ma che non riguarda che in rari casi il risparmiatore comune, e limitandoci pertanto al precipuo oggetto di questi contratti, costituito dai valori mobiliari in istretto senso, vediamo che il loro scambio avviene mercè i seguenti contratti (cfr., per più minuta analisi, E. BONARDI, *Borsa e valori pubblici*, Hoepli, 1915):

a) Operazioni per contanti. Si fanno consegnando danaro e ricevendo titoli e viceversa. Sono quindi la forma più semplice e naturale dei contratti di borsa, ed in nulla diversificano da un'ordinaria compra-vendita di merci. Il pagamento del prezzo e la consegna dei titoli tengono dietro immediatamente all'esecuzione del contratto, o subito dopo decorso quello spazio di tempo che

è materialmente necessario per la loro trasmissione; nella pratica e nell'uso di borsa di solito questo avviene non più tardi del giorno successivo a quello del contratto.

b) Operazioni a termine. Sono basate su un contratto, il regolamento del quale, di comune accordo fra le parti, si differisce ad un'epoca determinata, che d'ordinario è la fine, e talvolta (in borse estere) la metà del mese nel quale esso è stato concluso; stipulandosi però, al momento del contratto, il prezzo al quale le parti si obbligano a consegnare ed a ricevere i titoli.

Alla scadenza pattuita, si può far luogo all'effettiva consegna dei titoli contro il prezzo. Così considerato, il contratto potrebbe chiamarsi a contanti con scadenza differita. Il suo contenuto è perfettamente reale. Ma sono più comuni le:

c) Operazioni differenziali. In esse la compravendita è, diremo così, simulata, perchè chi dice di comperare i titoli non ha il danaro necessario e chi dice di venderli non li possiede, di modo che lo scopo, tanto del venditore che del compratore, è quello unicamente di speculare sulle differenze. La speculazione versa sull'alea risultante dalle variazioni dei corsi; le parti hanno in vista soltanto le differenze di quotazione che si verificano fra il giorno della stipulazione ed il fine mese, ed il loro pagamento. Contratto differenziale è dunque quel contratto a termine che è

liquidato senza lo scambio materiale dei titoli e del loro controvalore. Ciò non esclude però il diritto del compratore di farsi consegnare i titoli e del venditore di ottenere l'integrale pagamento, quando una delle parti esiga l'effettiva e reale esecuzione del contratto.

Dalle operazioni sovra descritte, che si dicono *ferme*, differiscono le:

d) Operazioni a premio. Hanno lo scopo di limitare il rischio delle operazioni al compratore di titoli, permettendogli di effettuare il contratto stipulato oppure di abbandonarlo, dietro perdita di una somma determinata. Dicesi premio la somma, fissata in anticipo, che il compratore deve pagare al suo venditore, ad un'epoca determinata, se egli vuole in quel momento annullare il suo acquisto; il rischio dell'operazione risulta così limitato e determinato. Le principali operazioni a premio sono:

1° Premio *di cui* (*dont* dei francesi, *call* degli inglesi, *vorprämie* dei tedeschi). Consiste nel comperare a fine mese dei valori a un prezzo convenuto, con facoltà, mediante il pagamento di una somma, di ritirarli o no, con preavviso da darsi al venditore in giorno ed ora convenuti, detto giorno della risposta dei premi (per lo più tre giorni prima della liquidazione).

A tale data, se chi paga il premio dichiara di ritirare i titoli si dice che *leva* il premio, se dichiara

di non ritirarli, che *abbandona* il premio. Il corso a cui si compera nel contratto a premio è naturalmente superiore a quello del contratto fermo, in ragione della limitazione di rischio che il primo comporta. Inoltre il premio si paga per lo più anticipatamente, al momento del contratto.

2° Premio col pagamento del quale il venditore acquista il diritto, alla scadenza, di *consegnare o meno*, a suo piacimento, i titoli venduti. Molto raro nella pratica.

3° *Stellage*. Contratto mediante il quale il venditore di una certa quantità di titoli paga al compratore un premio per avere la facoltà, sia di consegnarglieli, sia di ritirarli da esso al prezzo convenuto, dando l'avviso del ritiro o della consegna nel giorno stabilito per la risposta. Si pratica da chi preveda forti oscillazioni di un valore entro il termine stabilito, ma sia incerto sulla loro direzione.

4° *Nochgeschäft* (o semplicemente: *noch*, ancora) è un contratto mediante il quale si vende per fine mese una certa quantità di titoli, lasciando al compratore la facoltà di ritirare, oltre la quantità stabilita, ancora una o più volte la stessa quantità allo stesso prezzo; o prendendo facoltà di consegnare al compratore, oltre la quantità stabilita, ancora una o più volte la stessa, allo stesso prezzo.

e) Riporti. Secondo l'art. 73 del codice di commercio, è contratto costituito da una compra,

a pronto pagamento, di titoli di credito e dalla contemporanea rivendita a termine, per un prezzo determinato alla stessa persona, di titoli della stessa specie. Di solito però le parti che mettono in essere un contratto di riporto non hanno per scopo principale quello di eseguire delle compravendite, bensì di provvedersi di danaro contante l'una, di impiegare i propri capitali l'altra. Così A ha bisogno di 100 mila lire in contanti; vende perciò 100 mila lire di rendita, di cui è possessore e non vuol privarsi, a 101 e la ricompra a fine mese a 101,15; B, che invece ha 100 mila lire da impiegare compera la rendita che A a 101 e si impegna a riconsegnargliela a 101,15; la differenza di 0,15 gli rappresenta l'interesse del capitale prestato.

Questo contratto assume speciale importanza in rapporto alle operazioni a termine. Un rialzista (compratore), che abbia acquistato a termine nella speranza di un rialzo, se questo si è verificato sarà venditore dei medesimi al prezzo di compenso, realizzando così la differenza fra i due prezzi, d'acquisto e di vendita. Ma supponiamo che le sue previsioni non si siano avverate e che il titolo sia invece ribassato. In tale evenienza, liquidando l'operazione egli subirebbe una perdita. Se quindi egli conserva la speranza del rialzo del titolo, in misura almeno da diminuire la sua perdita, chiede di *riportare la posizione*, cioè di posticipare di

una liquidazione la scadenza dell'impegno. L'agente di cambio intermediario cerca un capitalista che presti i capitali necessari pel ritiro dei titoli in sostituzione del primo compratore, ricevendone un compenso (interesse sul capitale imprestato), che dicesi pure riporto. Il primo compratore, dopo liquidata così la vecchia operazione, ne stipula una nuova nella quale egli è compratore, a fine mese, al prezzo di compenso. In sostanza egli paga un interesse sul capitale che avrebbe dovuto sborsare, per differire di un mese tale pagamento.

Anche il venditore a scoperto per fine mese, cioè colui che ha venduto senza avere i titoli, in previsione di un ribasso, se questo non si è verificato, ma ha ancora ragioni di attenderlo, può farsi riportare la posizione a fine prossimo. L'agente di cambio cerca, in tal caso, un capitalista che gli presti i titoli necessari per la consegna che deve fare, ricevendone un compenso, che rappresenta l'interesse del capitale impegnato nell'operazione, o deporto. Nella pratica però il terzo capitalista non è sempre necessario, perchè il compratore che vuole far riportare la sua posizione può dirigersi anche direttamente al suo venditore e viceversa, rinnovandosi così l'operazione col pagamento della semplice differenza e senza passaggio dei titoli. I tedeschi chiamano ciò semplice *prolungamento*, anzichè riporto; gli inglesi *continuazione*. Codesti pseudo-riporti servono allo speculatore

per continuare quasi indefinitamente i contratti a termine.

Il prezzo dei riporti dipende dalla domanda e dall'offerta, cioè dalla massa dei contratti e dai capitali disponibili per tali operazioni. È forte quando la speculazione è vivace e tendente al rialzo; perchè molti allora cercano di farsi riportare per trar profitto da nuovi aumenti di valore, ed i fondi offerti sono scarsi, preferendo i capitalisti di investirli in titoli; viceversa quando la quota declina. Il riporto caro è quindi indice di considerevoli posizioni al rialzo; inversamente il riporto basso. Il primo funziona però a sua volta da freno alla speculazione.

Per prevenire il rischio che il riportato non possa, alla scadenza, restituire al riportatore la somma che questi gli ha data, qualche volta si pattuisce un premio, pagato subito, nel contratto, ma calcolato in deduzione della somma da rendersi, se il rimborso vien fatto puntualmente. Ma questo non si fa nei semplici prolungamenti, dianzi spiegati.

Col nome di riporto si suole anche designare un tipo di contratto molto in uso presso le nostre banche, ma che è in realtà una mascherata sovvenzione contro titoli. Un individuo che, avendo dei valori mobiliari, voglia, senza venderli, ottenere su essi una certa somma, può rivolgersi ad un istituto di credito, che, dietro deposito impegna-

tivo dei titoli, fa una sovvenzione pari, in via normale, al valore corrente di essi diminuito di uno scarto, maggiore o minore. Tale veste del contratto di anticipazione è conveniente per l'istituto sovventore, perchè l'imposta che si paga è più bassa ed il pegno passa in proprietà del riportante, che può quindi servirsene, a differenza di quanto avviene nel semplice pegno. Per gli stessi motivi, chi affida i propri titoli ad una banca in codesta forma si trova in condizioni meno favorevoli del semplice debitore pignoratizio.

f) Operazioni combinate. Abbinando e raggruppando le precedenti, si possono mirare e raggiungere scopi specifici. Ci limitiamo ad enumerare le principali combinazioni, che, riguardando gli speculatori di professione meglio che i risparmiatori comuni, hanno per noi un secondario interesse. Le più note, nelle operazioni al rialzo, sono: compera a contanti, contro vendita a termine; compera a contanti, contro vendita a premio; compera a termine, contro vendita a premio; compera a termine, contro vendita del doppio a premio; compera a premio, contro vendita a termine. Nelle operazioni al ribasso si praticano invece le seguenti: vendita a termine fermo, contro acquisto a contanti; vendita a termine fermo, contro compera a premio; vendita a premio, contro compera allo scoperto, contro compera a termine fermo; vendita a premio, contro compera

a premio del doppio; vendita a premio, contro compera a contanti. Rimandiamo per più minute notizie su codesti contratti, ai migliori manuali tecnici, fra cui sempre eccellente il COURTOIS, *Traité des opérations de bourse et de change* (Parigi, Gamier, 14^a ed.), e il COMBAT, *Manuel des opérations de bourse* (Parigi, 1922), che insegna pure i modi come, manovrando tali armi, si possa difendere un'operazione iniziata.

Tutti i contratti che si stipulano in borsa devono essere stesi su foglietti bollati a madre e figlia (fissati-bollati) a norma di legge.

3. Per liquidazione delle operazioni di borsa si intende l'esecuzione dei contratti. Quella delle operazioni per contanti segue immediatamente, come vedemmo. L'esecuzione dei contratti a termine si fa alla loro scadenza, che per lo più è fissa, per fine mese in corso o per quella prossima. A tale data, prima di intraprendere nuovi affari, gli operatori che si trovano gli uni verso gli altri rispettivamente creditori o debitori di titoli o di danaro, liquidano le loro posizioni. La consegna effettiva dei titoli contro il loro pagamento, che si opera nelle stanze di compensazione, avviene entro un termine minimo, secondo gli usi (che variano nei diversi paesi).

La legge italiana, come la francese, ammette però che l'operazione a termine possa essere liqui-

data anche prima della scadenza, concedendo al compratore il diritto di ottenere dal venditore la consegna anticipata dei titoli derivanti da acquisto o da operazioni di riporto, contro il pagamento del prezzo convenuto. Tale facoltà, introdotta allo scopo di colpire i ribassisti allo scoperto, si chiama *diritto di sconto*. Si applica anche ai contratti a premio e di riporto.

L'inadempienza dell'operatore alla scadenza dà luogo al suo fallimento, essendo le operazioni a termine reputati atti di commercio (in Italia, dalla legge 20 marzo 1913, art. 47).

4. Gli ordini passati al proprio agente per acquisti o vendite in borsa sono:

a) *al meglio*, cioè senza indicazione del corso; nel qual caso chi dà l'ordine lascia all'intermediario piena facoltà di scegliere il momento opportuno per effettuare l'operazione;

b) *al corso medio*, ossia al corso risultante facendo la media aritmetica fra il corso massimo ed il minimo della giornata;

c) *a corso fisso*, che l'intermediario deve osservare strettamente, salva sempre soltanto la sua facoltà di comprare a corso più basso o vendere a più alto;

d) *a corso di apertura o di chiusura* della borsa. Soltanto pei contratti a termine. Poco usato in Italia, ma assai comune a Parigi. È fatto allo scopo di poter controllare l'agente di cambio, ed

al tempo stesso di lasciargli una certa libertà, senza il legame d'un prezzo fisso. I prezzi di apertura e chiusura sono infatti riportati suilistini.

Il primo metodo implica, naturalmente, il massimo grado di fiducia per parte del cliente, e può dar luogo a spiacevoli sorprese quando eventi improvvisi mutino inopinatamente la fisionomia di una borsa in confronto di quella del giorno precedente. Il secondo evita l'inconveniente, ma toglie la sicurezza di veder effettuata l'operazione, che può essere necessaria o prudenziale, e che, differita, conduce a gravi perdite. Il *corso medio* sembra, sotto ogni aspetto, preferibile, se trattasi di titoli largamente negoziati. Ma, per gli altri valori, su cui una speculazione anche limitata può determinare variazioni forti e del tutto imprevedibili, esso presenta gravi pericoli. Più opportuno quindi ricorrere, per le operazioni che li riflettono, agli ordini *al meglio*, ma scalandoli. Si impiega così un po' più di tempo ad eseguire l'acquisto o la vendita; ma non ci si espone a non poterla effettuare, come col corso limitato, od a subire forti sorprese, come nelle operazioni al meglio sopra un grosso pacco di titoli. Leroy-Beaulieu suggerisce pure di cumulare i metodi, dando p. es., per la stessa borsa, l'ordine di comprare 50 azioni al meglio e 50 a corso fisso e così evitando quanto meno il danno troppo grosso o la impossibilità totale di eseguire l'operazione.

Una circostanza da considerarsi nel trasmettere gli ordini è la differenza di valore che spesso i titoli presentano, secondo il loro taglio. I capitalisti importanti preferiscono spesso i più grossi, che offrono maggior comodità, occupano meno spazio nelle casseforti, risparmiano tempo nel distacco ed esazione dei tagliandi e spesso importano una tariffa più bassa di amministrazione presso gli istituti che li ricevono in deposito. Ma i risparmiatori minuti fan domanda generalmente dei tagli più piccoli; onde avviene che questi si negoziano di solito a un prezzo leggermente maggiore. Lo scarto si avverte particolarmente nel mercato per contanti. Ogni volta quindi che ne possieda i mezzi, torna conveniente, a chi compra per investire, escludere l'acquisto dei tagli minimi.

Ricevendo un ordine a termine, l'agente di cambio esige dal cliente la così detta *copertura*, o acconto in danaro pel regolamento di una eventuale posizione debitrice. Questo varia d'importanza secondo l'entità dell'operazione, la natura dei titoli, e la solvibilità del contraente; varia pure secondo le difficoltà finanziarie del momento. Nei periodi di crisi economica o politica, suscettibile di provocare forti squilibrii di corsi, la percentuale riscossa è più alta. In tempi tranquilli spesso gli agenti non la pretendono dai clienti più sicuri, assumendosi il rischio. Nel marzo del 1925 l'obbligo di una forte copertura (del 25 %) è stato

espressamente confermato in Italia da apposito decreto.

5. Le operazioni che abbiamo elencate conven-gono in grado assai diverso alle varie specie di capitalisti.

I piccoli e medi risparmiatori agiscono, in generale, saggiamente accontentandosi di quelle per contanti, che ai vantaggi della compra-vendita reale uniscono quello di poter essere compiute anche per quantitativi assai ristretti di titoli, rimanendo quindi accessibili alle minori borse. Non bisogna tuttavia tacere che il mercato del contante è assai più ristretto, onde non vi si può comprare e vendere rapidamente e senza influenzare, talvolta molto sensibilmente, i corsi, anche un numero limitato di titoli. I capitalisti di qualche importanza trovan dunque spesso vantaggi ricorrendo al mercato a termine, più ampio e meno soggetto a fluttuazioni sproporzionate alla causa. Può darsi inoltre che l'operatore sia in viaggio, quando ravvisi la convenienza di vendere un valore che ha in portafoglio; o che attenda di riscuotere delle somme, che gli giovi impiegare *a priori* in qualche acquisto attraente. Il mercato a termine, con le sue facilità di prolungamenti, risponde ottimamente a codeste esigenze. Nè il ricorrervi toglie all'operazione il carattere di scambio reale, proprio degli effettivi investimenti. Le alee che vi sono indub-

biamente connesse, nel caso in cui, alla prima liquidazione, non si sia ancora in grado di ritirare o di consegnare, non sono tali da sopprimerne i benefici.

Ben altro è il caso delle operazioni esclusivamente differenziali, non dissimili, sostanzialmente, da semplici scommesse, abbastanza costose del resto, perchè comportano commissioni e spese diverse. Per la loro facilità stessa, esse esercitano sulle menti deboli o ingenue una suggestione pericolosa, e conducono alla rovina coloro che vi si dedicano.

Qualche raro professionista, molto abile, molto pratico, molto attivo, sfugge, nel gioco di borsa, alla catastrofe finale; ma è molto infrequente che essi stessi non finiscano per pentirsene.

Delle due operazioni allo scoperto, la vendita è senza dubbio la più pericolosa. Anche chi sa positivamente che una data impresa od un ente pubblico contengon germi di debolezza che li condannano a sicura decadenza, affronta rischi grandissimi operando al ribasso sui loro valori. Accade spesso che il pubblico, per ignoranza o *routine*, si ostina a conservare un titolo in organico deperimento. Se, basandosi su quest'ultimo, il venditore allo scoperto conta di poterne comprare alla scadenza per far fronte agli impegni assunti, può trovarsi costretto a pagarli assai più di quanto prevedeva. La decadenza di un'impresa dura, gene-

ralmente, assai oltre il termine assegnato anche dai calcoli più ragionevoli. Con espedienti molteplici gli interessati a sostenerne il credito dissimulano la malattia che la minaccia agli occhi del pubblico. L'esistenza di molte vendite allo scoperto serve ai loro scopi; perchè le difficoltà che incontran gli operatori a consegnare o ad ottenere depositi spinge in alto i corsi, obbligandoli a ricomprare a prezzo ben più alto di quello di vendita.

La « caccia allo scoperto » si risolve così nella rovina degli imprudenti, che non sbagliarono se non la data entro la quale il movimento, correttamente previsto, si doveva fatalmente produrre. Leroy-Beaulieu ha illustrato tipicamente codesta verità narrando le delusioni continue di tale specie di speculatori durante la lunga parabola discendente delle azioni del Panama, da gran tempo condannata, per gli osservatori esperti, quando finalmente ne avvenne il naufragio conclusivo. E, in questi ultimi anni, se ne ebbero frequenti esempi in Italia, nelle fluttuazioni incomposte e nel persistente marasma di cui soffrì il mercato dei titoli.

Gli acquisti allo scoperto sembrano, in generale, meno catastrofici. Ben di rado però anch'essi conducono a guadagni, almeno seguitatamente. Occorre, come dicemmo, molto tempo perchè i germi di sviluppo contenuti in un affare giungano a maturità. Non vi bastano poche liquidazioni di

borsa. Entro il breve giro delle medesime, il corso di un titolo è assai meno influenzato dalle condizioni intrinseche dell'impresa che da un insieme di circostanze esterne, impossibili a preventivarsi (politiche, finanziarie generali, disposizioni mutevoli del pubblico o di qualche individualità dominante, voci diverse, manovre speculative, ecc.). La borsa non è, per sè stessa, molto chiaroveggente. Di rado esprime il fondo delle cose; agisce su impressioni meglio che su cognizioni; è, al tempo stesso, impulsiva ed atassica. I calcoli che determinano la scelta degli investimenti definitivi non possono quindi servire a far pronosticare i movimenti prossimi, i soli che importino a chi vuol scommettere sulle differenze dei titoli. Leroy-Beaulieu dimostra analiticamente che i tre valori che arricchirono maggiormente i capitalisti francesi nel secolo scorso (assicurazioni, carboniferi del Nord e Pas de Calais, Suez) si mossero con tanta lentezza o tante pause da procurare continui disinganni ai loro compratori scoperti. Soltanto dunque i capitalisti pazienti, che investono realmente e con lunghe vedute, non si scopron mai nè di danaro nè di titoli, hanno serie prospettive di migliorare la loro situazione. Gli speculatori di differenze scontano la loro fretta di guadagno, anche perchè, per la loro indole medesima, mancano della virtù dell'attesa e vagano continuamente dall'una all'altra operazione. Quando poi si incaponiscono,

prolungando indefinitamente l'operazione nella speranza di migliorarla, sopportano dei costi superiori a qualsiasi ragionevole speranza di lucro; perchè il tasso dei riporti molte volte alto, ed aggravato da spese molteplici di commissioni, tasse, ecc. supera quasi sempre il reddito dei valori che si trattano.

Pel capitalista che anticipa i fondi pei riporti, l'operazione può essere conveniente soltanto in via eccezionale, quando il tasso sia alto, e per le somme che egli vuol conservare assolutamente liquide (in vista anche di una prevista flessione delle quotazioni dei titoli, che gli consenta impieghi più stabili e vantaggiosi). Nell'ante guerra il saggio era bassissimo (non superiore al 2 % in media), quindi ben poco attraente. Negli anni di perturbazione incessante che abbiamo poi attraversati, il capitale, diffidente di collocamenti vincolativi, si riversò in maggior copia entro questo mercato, dove, in ragione delle più violente vicende speculative, trovò pure compensi maggiori. Ritorlandosi alla normalità, anche questo indice alquanto patologico andrà diminuendo, riducendosi viemmeglio il frutto degli impieghi a breve termine. Finchè però questo non scema troppo, l'imprestare somme in tale forma risulta vantaggioso, in quanto soprattutto offre quasi un massimo di sicurezza, potendo il capitalista non soltanto prendere in pegno i titoli, ma essendo inoltre coperto dalla garanzia dell'agente di cambio, a sua volta assi-

curato dall'anticipo del cliente e dalla solidarietà della camera sindacale.

Diversamente avviene per i *deporti*, o prestiti di titoli fra due liquidazioni. Se fatti con l'intermediario di un buon agente di cambio e in tempi tranquilli, possono anch'essi non presentare speciali pericoli; ma è raro che, così intesi, procurino un guadagno apprezzabile. È invece quando un forte scoperto si è accumulato sopra un titolo, ed i ribassisti sono sul punto di vedersi travolti, che essi consentono a pagare premi elevati per l'affitto temporaneo dei valori che loro occorrono. Una richiesta eccezionale dei medesimi si verifica pure nelle gare di gruppi nei consigli di amministrazione delle società, convenendo loro allora di pagar caro il possesso materiale dei titoli per una o due liquidazioni piuttosto che comprarli. Entrambi i casi sono però eccezionali. Comunque, qualsiasi operazione di tal specie dovrà essere unicamente compiuta col tramite di un agente sicuro. Affidarla, come molti fanno, ad una banca di second'ordine, a un commissionario, mediatore, ecc. equivale cinquanta volte su cento a dare ai propri valori un addio senza ritorno. La truffa sui *deporti* coi titoli dei clienti è uno dei rami di delinquenza bancaria che più frequentemente è emersa, da qualche anno in qua, in moltissimi processi.

Fonte di frodi altrettanto comuni sono le operazioni a premio, che, prestandosi ad essere com-

binate in mille modi, servono ad architettare piani incomprensibili ai profani, ma appunto perciò dotati di fascino singolare sugli ingenui. Nella migliore ipotesi il dare retta a simili offerte non implica per risparmiatori comuni che spese, perdite quasi certe (dato il rapporto fra i diritti di commissione e le probabilità di utile), e soprattutto la rinuncia ad ogni tranquillità di spirito.

6. Oltrechè come mercato degli investimenti, la borsa è, nel suo contegno, un indice assai istruttivo per deciderli. Fa d'uopo però saperne interpretare i movimenti, distinguendo i superficiali ed apparenti dai realmente significativi. Esiste anzitutto una certa regolarità in alcuni dei suoi fenomeni, che nessun operatore deve ignorare perchè ogni deviazione dai medesimi ha sempre valore sintomatico.

Riassumendo l'enumerazione che ne dà FRANZ UARZ (*Norme, regole, consigli relativi alla speculazione di borsa*, Genova, Ufficio pubblicazioni finanziarie, 1926), troviamo che, nelle prime settimane dell'anno, l'aumento delle disponibilità monetarie dovuto al pagamento di interessi, fitti, dividendi, ecc. tende a rendere più attivo il mercato, per i reimpieghi. Se ciò non avvenisse, converrebbe supporre l'esistenza di qualche causa, forse non ancora visibile, che provocherà il ribasso, sia pure semplicemente perchè gli operatori, avendo notato

il fatto anormale, si orienteranno probabilmente in tal senso. Ove invece le compere siano abbondanti, ne beneficeranno per primi i titoli ritenuti generalmente più sicuri, ricercati di preferenza da chi non opera per speculare, ma per investire. La tendenza al rialzo si accentua di solito in febbraio, per la così detta « campagna dei dividendi », purchè le condizioni economiche generali e le notizie che trapelano sui risultati di bilancio delle migliori aziende promettano utili soddisfacenti. Un movimento in senso inverso in questo periodo può considerarsi sintomo preoccupante per le fasi ulteriori del mercato, essendo la speculazione normalmente indotta ad impegnarsi al rialzo dalla prospettiva delle imminenti assemblee, seguite dallo stacco di numerose cedole, che forniranno mezzi copiosi di acquisto. Un contegno opposto indica poca fiducia nei tecnici. E se, nel marzo e nell'aprile, la distribuzione dei dividendi, siano essi alti o mediocri, non determina un movimento ascendente, vuol dire che la situazione commerciale-industriale è pesante e non offre buone prospettive, per l'avvenire più o meno prossimo. Maggio segna abitualmente un ritorno di rincaro del danaro, in gran parte per la campagna serica; il tasso dei riporti si eleva, e, avvicinandosi le ferie estive, professionisti e pubblico sono portati ad alleggerire le loro posizioni. Il mercato si indebolisce e tende ai realizzzi. Ma il fenomeno è in

gran parte d'indole speculativa, dipendendo dall'azione combinata dei grandi operatori, che, prevedendo una richiesta più attiva dopo la scadenza delle prossime cedole semestrali, cercano di depri-
mere intanto la quota per comprare a buone condizioni ciò che presto rivenderanno a prezzo più alto. È quindi momento favorevole per prudenti acquisti di portafoglio. Il tasso dei riporti debole in maggio e giugno (malgrado la temporanea ricerca di danaro pel commercio) conferma appunto che le posizioni al rialzo si sono ridotte. Il distacco della cedola dei valori a reddito fisso e le altre entrate semestrali tendono, in luglio, a migliorare nuovamente la quota; meno decisamente tuttavia che in gennaio, mancando l'attesa dei prossimi dividendi e segnando il semestre l'inizio del periodo delle ferie, la così detta « stagione morta ». Si ha allora una compensazione fra le due disposizioni opposte, e sta in ciò la ragione della calma generale delle quotazioni che distingue i mesi estivi. Se l'attento studio dell'andamento del mercato mostra che la tendenza degli operatori a ridurre gli impegni esistenti è di molto superiore al normale, sia riguardo al capitale abbondante che nei nuovi investimenti, vorrà dire che gli operatori, o temono una complicazione politica, o prevedono un rincaro del danaro nel prossimo avvenire, o che, essendosi troppo impegnati al rialzo su qualche gruppo, intendono liquidare le posizioni prima che le ferie

abbiano inizio. Favorevoli pronostici si possono trarre dalla facilità di sistemazione a fine luglio; ma una franca ripresa non si avrà durante il periodo di stasi (agosto), dovuto anche all'assenza degli speculatori. La borsa per più settimane langue, nè si risveglia dal torpore che in casi di speciale gravità.

Siccome la stasi implica per lo più qualche debolezza, l'epoca è propizia per fare acquisti seri e ben scelti. Stato di cose che continua in settembre, quando si approssima la tensione monetaria autunnale, in previsione della quale le banche restringono il credito, sale il saggio dei riporti. Ma gli affari riprendono in ottobre, dopo la riscossione di numerosi redditi (specialmente agricoli), e si accelerano in novembre, quando, fra l'altro, l'alta banca, giungendo l'epoca della compilazione dei bilanci annuali, appoggia il sostegno dei prezzi (per far figurare in cifre più elevate il portafoglio-titoli di parecchie società). Il dicembre riproduce da alcuni punti di vista la fisionomia del giugno, combattendosi in entrambi le stesse contrarie tendenze. Se la rialzista non vi prevale troppo decisamente, il momento si presta ad acquisti giudiziosi, in vista della fase ascendente di gennaio-aprile.

Molteplici accidentalità ed interferenze turbano, naturalmente, una periodicità che presuppone condizioni ambientali tranquillissime. Essa forma tuttavia lo sfondo costante su cui si intrecciano

le varietà episodiche. Sarebbe grave errore, per le impressioni che destano le seconde, trascurare di conferir giusto peso alla uniformità determinante della prima.

7. Dall'esame intanto obbiettivo dell'indicato processo risultano alcuni corollari, che meglio si direbbero truismi. Appare anzitutto confermata l'assurdità del comune andazzo, pel quale soltanto nelle fasi di borsa ascendente il pubblico si decide agli acquisti. Fare un investimento vantaggioso significa anzitutto saper scegliere per compierlo il momento in cui è trascurato dagli altri.

La borsa non segue, ma scruta in precedenza gli eventi propizi. È errore incominciare ad operare quando uno di questi si è prodotto, attendendone effetti favorevoli. Si arriva così per lo più proprio quando incomincia la reazione contro gli eventuali eccessi ottimistici.

Per la legge del pendolo, che si verifica in ogni campo economico, ma che si manifesta alla borsa con rapidità, sensibilità ed intensità più evidenti, ogni fase di rialzo contiene i germi del suo opposto e viceversa. Un esame analitico delle condizioni del mercato consente pertanto, entro certi limiti, di prevederlo, salvo sempre l'accidente improvviso, che sconcerta anche i calcoli meglio fondati.

La debolezza di posizioni speculative, confermata dalla facilità del danaro nelle liquidazioni,

offre un buon fondo tecnico al miglioramento del mercato. Ma questo non è che un aspetto della congiuntura. Accade spesso, anche per lunghi periodi, che il pubblico si astenga da interessarsi ai valori mobiliari, per diffidenza più o meno giustificata; onde abbonda il circolante per impieghi brevi e liquidi, senza che perciò si rianimi la richiesta di titoli.

È generalmente più serio e durevole un miglioramento che si svolge lentamente con pause e parziali regressi successivi, che uno sbalzo subitaneo, seguito quasi sempre da forte reazione. Il primo dimostra, fra l'altro, che la manovra è condotta da abili dirigenti. Per lo più una fase prolungata di progressivo rialzo culmina poi in un'effervescenza speculativa, che prelude al mutar di vento. Realizzare in tale momento (senza pretendere di farlo al punto massimo) è ottimo consiglio. Nove volte su dieci si può contare di ricomprare poco dopo a corso notevolmente inferiore.

Il facile assorbimento delle offerte sul mercato è segno rassicurante, non soltanto perchè indica che le disposizioni pessimistiche hanno una forte contropartita, ma altresì come indizio che l'alta banca, al cui intervento è dovuto codesto argine, prevede a breve intervallo una situazione migliore. Il contegno dei grandi valori bancari, che riflettono per molteplici ragioni la fisionomia generale del mercato, e sono sempre i primi a segnare i

cambiamenti di tendenza, porge a sua volta un indice interessante del suo probabile orientamento.

Alla vigilia di una sospensione d'affari, suole avvenire un alleggerimento di posizioni, a cui segue qualche contrazione dei corsi. Se il fatto non si verifica, o accade l'opposto, sono leciti buoni pronostici sulla ripresa che terrà dietro alla pausa.

Quando lo Stato intende lanciare un grosso prestito, o le principali imprese intendono procedere a nuovi forte richieste di capitale, i dirigenti del mercato finanziario sostengono con ogni potere le quotazioni, abbisognando di un mercato dei valori fermo per collocare i nuovi titoli. Esaurite le operazioni, probabilmente succederà una depressione. Nella prima fase sono quindi indicati i prudenti realizzi.

In massima, chi non giochi sulle differenze, ma manovri esclusivamente, con transazioni effettive, i valori, accuratamente selezionati, del suo portafoglio, può ottenere utili discreti, sebbene non strabilianti, approfittando con criterio delle alternanze di debolezza e di effervescenza del mercato, che, ai pazienti ed ai vigilanti, offrono occasioni frequenti di compere e vendite tempestive, colla quasi sicurezza di potere, a termine non troppo lontano, eseguire, guadagnandoci, l'operazione inversa.

I) *Le Assicurazioni sulla vita.*

1. Esorbita dal piano della sommaria rassegna che ci siamo proposti soffermarci a studiare le forme tecniche, assai numerose, varie e complesse, che può assumere questa forma eminentemente moderna di previdenza.

Le polizze di assicurazione vita prendono figure pressochè innumerevoli, per la ingegnosità grandissima delle combinazioni a cui si prestano. Nella scelta delle medesime si riflettono l'indole e le tendenze dell'assicurato, non meno che il carattere peculiare dei bisogni a cui egli si propone provvedere.

Nota giustamente il Withers che un lavoratore privo di mezzi propri il quale — come è costume sempre più diffuso presso i popoli anglo-sassoni — contragga un'assicurazione, ha tornaconto ad adottare qualcuna delle formule che gli garantiscono una modesta pensione per ciò che egli chiama il « sabato inglese » della sua vita. Così egli si evita la sensazione, certo non piacevole, di campare nei vecchi anni a carico altrui, e di pensare che, quando sarà sotterra, la famiglia starà meglio in doppio modo, non avendo più a mantenerlo e riscuotendo la somma pattuita pel solo caso di morte. Il caso è diverso quando si tratti di chi, avendo risparmi e beni sufficienti a procurargli il

necessario nei vecchi giorni, desidera che i suoi eredi possan disporre di un fondo supplementare liquido, per compensare eventuali perdite che la scomparsa del capo di famiglia, talvolta in grado di guadagnare fino a tarda età, loro cagionerà. Un uomo giovane e robusto, che col solo suo lavoro procuri ai suoi una larga agiatezza, agirà doverosamente provvedendo anzitutto a metterli al riparo dal disastro d'una sua morte improvvisa con una assicurazione largamente calcolata, che preveda tale eventualità esclusiva. Nell'adempiere però a quest'obbligo morale, egli agirebbe contro al proprio interesse ove oltrepassasse la misura corrispondente a quel preciso scopo, e cioè considerasse l'assicurazione il metodo normale di collocamento di tutti i suoi risparmi. Investendone direttamente una parte, egli realizzerà guadagni maggiori di quanto possa recargliene anche la polizza più seducente e genialmente architettata.

Per fare dell'assicurazione un metodo di impiego normale del risparmio, certe compagnie usano completarla con una partecipazione ai profitti, concessa regolarmente ai clienti in base ai risultati annuali d'esercizio. C'è chi ritiene illusoria la speranza di trarne qualche vantaggio. Altri invece non lo escludono, riflettendo che le compagnie sembrano, dopo tutto, in grado di investire meglio dei privati, non fosse che perchè dispongono di capitali ingenti; e che l'affidar loro dei risparmi

per farli fruttare può quindi esser operazione conveniente, ove non si sappia o voglia farlo personalmente.

2. Nell'atmosfera di beata fede nella incrollabile stabilità monetaria che precedette la grande guerra, il dar forma di assicurazione ad una porzione considerevole del proprio risparmio veniva predicato, dalle più riconosciute autorità finanziarie, come un vero dovere. Quattro pregi essenziali gli erano universalmente riconosciuti: di garantire, in caso di morte prematura, un capitale superiore a quello accumulabile col risparmio; di indurre ad un risparmio regolare, continuo e metodico; di agevolare la capitalizzazione ad interesse composto, che una grande società, attrezzata a tale scopo, può praticare meglio di un privato; di difendere il risparmio contro i cattivi impieghi. A tali vantaggi si contrapponevano, per verità, certi inconvenienti, che possono riassumersi nell'alto costo del servizio reso e quindi dello scarso frutto del capitale così collocato. Ma i primi superavano di tanto i secondi che il ricorrere al metodo veniva fiduciosamente consigliato ad ogni ceto di persone, non escluse le più ricche.

❧ Gli avvenimenti di questi anni non hanno, per vero dire, confermati quei pronostici, poichè gli assicurati sulla vita han subita nell'inflazione la sorte di tutti i creditori di somme fisse, coll'aggra-

vante di non aver potuto, come i portatori di titoli o i depositanti di banche, disimpegnarsi in tempo, ai primi sintomi precursori della catastrofe.

Col ritorno alla moneta sana, e in quanto questa si ritenga definitivamente consolidata, gli antichi argomenti favorevoli riacquistano valore e ritrovano ascolto. Non suonerà superflua tuttavia la raccomandazione di rivolgersi, per operazioni di questo genere, soltanto ad imprese di primissimo ordine, per notorietà, pubblicità e dimensioni, essendo i pericoli di insolvenza in ragione della lunga durata del contratto e della irrevocabilità del medesimo durante il lasso di tempo convenuto.

CONCLUSIONE

Il lettore che ebbe l'abnegazione di percorrere i nostri pedestri appunti forse li chiuderà con l'impressione che loro nota dominante sia quella di una pusillanimità economica, espressa in un *distingue saepe*, se non proprio in un *abstine frequenter*. La verità è che, dopo le amare delusioni provate in tutti i campi negli anni scorsi, e nella atmosfera di incertezza tuttora diffusa attraverso il mondo, si addice al risparmio che a gran fatica si riforma una tattica fabiana assai meglio della audacia delle strategie napoleoniche.

La facilità con la quale, dal 1914 in poi, strabilianti fortune sorsero estemporaneamente, e non meno repentinamente crollarono, per semplice speculazione fondata in massima parte sugli sbalzi monetari, ha diffusa purtroppo, anche fra le classi tradizionalmente più lontane da simile mentalità, la tentazione, quanto meno, di cercare il non faticoso miglioramento del proprio stato nelle

sorti del gioco anzichè nelle vecchie formule di economia, d'ordine, di lavoro. I casi quotidiani e dolorosissimi di patrimoni dilapidati, di onorabilità travolte, di nomi fino a ieri circondati della più ineccepibile stima trascinati nel fango, sono sulla bocca di tutti. Nessun indice più lacrimevole dello squilibrio spirituale di cui tutta la vita di questi anni convulsionali riflette i segni e sconta gli aberranti influssi.

Non mai quindi come oggi il richiamo puro e semplice ai principi elementari da cui dipese in ogni tempo la prosperità durevole degli individui, delle famiglie, delle nazioni costituisce il presupposto basilare del suo rifiorire. Se, come vuole Buffon, il genio è pazienza, a ben maggior ragione può dirsi che soltanto di perseveranza e di pazienza è fatta la convalescenza economica, singola e collettiva, contro i processi intossicanti della psiche, residuo ed aggravante delle materiali catastrofi.

Riflessione, gradualità, attento esame analitico, serietà sono in ogni epoca i fattori pregiudiziali degli investimenti. Ma il loro valore diviene perentorio ed imperativo ogni qual volta occorra premunirsi contro la seduzione di troppe avverse correnti, e ricostruire su solide basi la fiducia in un normale andamento di cose.

Giova allora riaffermare per gli immemori una verità storica profondamente istruttiva: che la

generalità delle grandi fortune edificate e conservate in qualunque circostanza di ambiente nei paesi civili non si formò mai per geniali colpi di audacia, ma per impieghi avveduti sorretti da regolari e prolungate economie. Gli investimenti che le accrebbero furono sempre l'esatta antitesi del gioco; maturarono lentissimamente, spesso in più decenni. Esaminando quelli il cui prodigioso successo finale fu accompagnato dal più tardigrado decorso, Leroy-Beaulieu ha stupendamente mostrato che, ben lungi dall'essere dovuta al caso, la fortuna di chi li prescelse e li conservò fu risultante logica delle capacità, dello studio, del carattere, propri dei capitalisti meno avventati e più seri. Valori dotati di possibilità promettentissime esistono (in numero più o men grande) in tutti i tempi. Ma sono molte volte appunto i più trascurati dalla gente frettolosa che ha in vista le prossime liquidazioni. Perchè, nella migliore ipotesi, occorrono più anni prima che diano frutto. Certo la loro scelta implica qualche speculazione. Allo stesso modo che un briciolo di immaginazione entra in ogni lavoro intellettuale, anche nei più aridi, ugualmente un poco di speculazione è necessaria a qualsiasi impresa d'ordine materiale. Ma speculazione, in tal senso, non è gioco. Significa anticipazione ragionevole del futuro, ed è sintomo di congettura appoggiata alla riflessione. Per riuscire ha d'uopo di due requisiti che il gioco esclude:

il tempo e la moderazione. Intesa invece come corsa sfrenata alle allee finanziarie, la speculazione arricchisce rarissimamente perfino i professionisti più abili (ricerche assai ampie e coscienziose dello *Statist* lo hanno abbondantemente documentato); mentre trae a rovina irreparabile i risparmiatori comuni, sedotti dal suo miraggio. È in vista di ciò che, fra i pochi precetti tassativi e categorici inclusi nelle pagine che precedono, non abbiamo esitato ad accogliere l'astensione sistematica delle operazioni allo scoperto, non per negarne la funzione necessaria rispetto all'economia generale, ma in vista delle peculiari esigenze, dei mezzi e della psicologia della classe per la quale esclusivamente queste note informative vennero redatte.

Codesta classe media, tanto duramente provata dalle recenti vicissitudini, costituisce la vittima designata delle variopinte piraterie, che, infestando i pubblici mercati, seducono coll'illusione del mirifico guadagno ed ingannano col prestigio della millantata competenza i più ingenui. Tutta un'organizzazione prospera a tal uopo, a cui partecipano banche di terz'ordine, agenzie eclettiche, mediatori d'ogni specie, commessi viaggiatori in valori (*démarcheurs*), giornali, bollettini, circolari, cronache tecniche. Non tutto ciò che si offre sotto questi nomi e questa veste è certo merce avariata. Ma di rado il pubblico possiede criterio sufficiente

a giudicare e distinguere. Starne lontani in blocco sembra essere pertanto la norma più salutare; oppure, quanto meno, diffidare di un'offerta in ragione diretta delle raccomandazioni di tale specie di cui è oggetto, studiandola tanto più sospettosamente quanto più generale è la voga che, in un dato momento, si provoca intorno ad essa.

Ho già accennato al peso che devono avere nella scelta la figura morale e professionale, i precedenti, le abitudini, la rispettabilità dell'esponente dell'affare proposto. Vivendo si impara che, nelle imprese economiche, come nella politica, la miglior pietra di paragone per giudicare di una azienda, di un'idea, di un partito, consiste nella rispettabilità personale degli uomini che li impersonano. Programmi, teorie, discorsi e spaccionate di politicanti producono l'effetto opposto, se i loro autori ostentano nel loro costume o consentono ai loro seguaci atti nettamente contrastanti col disinteresse dei proclamati propositi e la nobiltà delle formule etiche, di cui si ostentano assertori e rivendicatori. E parimente in finanza, il semplice fatto della megalomania insaziabile, della farragine e del cumulo di impegni concatenati, dell'oscurità contabile dei rapporti che legano affari, talvolta assolutamente eterogenei, nel nome di un unico dirigente, irrequieto ed enciclopedico, bastano a farlo classificare fra i rap-

presentanti di quella speculazione equivoca, qualunque contatto colla quale finisce per scontarsi inesorabilmente.

Il fasto ostentato che generalmente distingue codesti giocatori e le aziende che ne dipendono ne costituisce un altro tratto caratteristico. I grandi creatori di solide imprese furono quasi sempre uomini di rigorosa specializzazione, di austero lavoro, di gusti semplici, almeno nella fase realmente fattiva della loro vita. Del tipo dello speculatore fantasioso ed eclettico, tutta la storia economica non narra che le finali catastrofi. Non peggior sorte ebbero d'altronde i fidenti nelle loro promesse che i creditori degli enti pubblici male amministrati, prodighi od avventurosi, i segni distintivi dei quali abbiain pure riassunti.

Il ritorno alla normalità monetaria nel mondo sembra doversi accompagnare con un lento ma continuo indebolirsi del prezzo del risparmio, dopo le vette iperboliche toccate durante la tregenda delle valute. È probabile quindi che gli investimenti dotati di sufficiente sicurezza debbano nuovamente accontentarsi d'ora in poi di compensi via via più scarsi. Chi ciò non di meno si ostinerà a pretendere un frutto eccessivo dai propri capitali, non sapendo rinunciare alle abitudini di spesa contratte in questi anni, correrà rischi sempre maggiori. Oggi più che mai, malgrado le dure vicissitudini sofferte del vecchio risparmio,

CONCLUSIONE

anzi appunto a cagione di esse, fa d'uopo convincersi che la stabilità dei patrimoni e l'avvenire delle famiglie su null'altro riposano che sull'astinenza e sullo sforzo; le due modeste virtù, di cui la filosofia economica, di tutti i secoli, non è che l'intuitiva, umilissima sintesi.

INDICE

PREFAZIONE	Pag.	1
----------------------	------	---

PARTE PRIMA

LA GESTIONE PATRIMONIALE.

CAP. I. — *La gestione patrimoniale.*

1. Necessità di regolare tenuta della medesima	Pag.	15
2. Contabilità, inventari, valutazioni »		17
3. Cause di errore »		18
4. L'equivoco monetario »		19
5. La sorveglianza delle variazioni patrimoniali. Il pericolo di esagerazione del reddito »		22

CAP. II. — *L'A B C della funzione monetaria.*

1. L'universale illusione	Pag.	30
2. Caratteri della moneta. Moneta buona e moneta falsa. Pericoli del deprezzamento dell'oro. Relatività dei calcoli e delle estimazioni monetarie »		31

CAP. III. — *Risparmio ed investimenti.*

1. L'investimento del risparmio, problema sempre più complicato	Pag.	38
2. Fattori soggettivi ed oggettivi del risparmio, in relazione alla scelta dell'investimento »		39

CAP. IV. — *I criteri generali della distribuzione patrimoniale.*

1. I pericoli dell'immobilismo sistematico . . .	<i>Pag.</i>	43
2. Valori reali e crediti »		44
3. Valori mobiliari ed immobiliari »		48
4. Il frazionamento degli impieghi »		52
5. La distribuzione geografica. Gli investimenti all'estero. Vantaggi, rischi, norme »		54
6. La graduazione delle scadenze »		61

PARTE SECONDA

LE VARIE SPECIE DI INVESTIMENTI.

CAP. I. — *Gli investimenti fondiari.*

A) *I terreni agricoli.*

1. Loro prestigio tradizionale. Decadenza in alcuni paesi. Maggior persistenza in Italia	<i>Pag.</i>	64
2. Vantaggi e inconvenienti effettivi »		67
3. Recenti fattori favorevoli »		71
4. Il grado di convenienza attuale. Il basso frutto »		72
5. Lo sfruttamento diretto. Requisiti e distinzioni »		75
6. Congetture sul probabile valore futuro delle terre. Le grandi disparità locali. I proprietari di terreni e l'inflazione »		77

B) *Le aree fabbricabili.*

1. Fantastici arricchimenti. Apparenze e realtà. <i>Pag.</i>	85
2. Aleatorietà massima »	88
3. Le incognite locali »	89
4. Gli errori di tempo »	90
5. I mutamenti di direzione »	91
6. Le incertezze tributarie e legali. La spada di Damocle dei contributi di miglìoria »	92

7. Qualche norma tecnica	Pag.	96
8. <i>Abstine frequenter</i>	»	99
C) <i>Le case di abitazione.</i>		
1. Antico favore per questo investimento . . .	Pag.	100
2. Sua successiva decadenza	»	102
3. Ripresa dopo il 1900	»	104
4. Gli effetti della guerra. L'espropriazione vinco-		
listica	»	105
5. L'odierna condizione dei proprietari di casa »		110
6. Le case di abitazione del proprietario »		119
7. Le case di villeggiatura	»	123
8. La crisi della proprietà fabbricata	»	125
D) <i>I mutui ipotecari.</i>		
1. I mutuant e l'inflazione	Pag.	126
2. Poca convenienza di questo impiego, anche in		
tempi normali	»	127
3. Si rende, con l'evoluzione economica moderna,		
sempre minore	»	131
E) <i>Altri impieghi reali.</i>		
1. Le merci	Pag.	132
2. Oggetti preziosi ed artistici	»	134

CAP. II. — *Gli impieghi mobiliari.*

A) <i>Caratteri generali.</i>		
1. Varietà ed incertezza	Pag.	136
2. Valori a reddito variabile ed a reddito fisso . . »		137
3. Titoli nominativi e al portatore	»	141
4. Le caratteristiche delle varie specie di valori e le		
esigenze delle diverse categorie di risparmiatori.		
L'impossibilità delle classificazioni rigide . . »		142
B) <i>I valori a reddito fisso.</i>		
1. Improprietà dell'espressione. Loro grado di con-		
venienza assoluta e riferita alle diverse classi di		
risparmiatori	Pag	146

2. Il calcolo del frutto nominale e netto . . .	Pag. 150
3. Il problema del valore intrinseco. I valori redimibili »	153
4. I valori a premi »	157
C) <i>I valori pubblici.</i>	
1. Loro eccezionale prestigio	Pag. 159
2. Valore intrinseco e quota di rischio. I precedenti dello Stato emittente. Le sue condizioni politiche esterne ed interne. La sua stabilità sociale. La situazione finanziaria e tributaria. Le garanzie speciali »	162
3. Le recenti delusioni dei portatori di consolidati esteri. Prospettive migliori odierne »	170
4. Le rendite pubbliche nord-americane »	173
5. La rendita britannica »	175
6. Le rendite svizzera, olandese, svedese, spagnuola, dell'America latina, giapponese »	177
7. I valori pubblici francesi »	180
8. I prestiti a garanzia internazionale dei paesi vinti »	184
9. Valori pubblici inferiori »	187
10. Valori pubblici locali. Le obbligazioni ferroviarie »	188
11. Fallimenti e concordati di enti pubblici e semipubblici »	195
12. I valori pubblici durante l'inflazione »	196
D) <i>I valori privati a reddito fisso.</i>	
1. Le obbligazioni di società industriali. Varietà di tipi e difficoltà di valutazione	Pag. 197
2. Criteri direttivi di scelta »	200
3. Tipi speciali di obbligazioni »	202
4. Le obbligazioni delle imprese elettriche e di navigazioni »	203
5. Le obbligazioni del credito fondiario »	204

E) *I valori italiani a reddito fisso.*

1. Predilezione del pubblico italiano pei valori pubblici. Elenco dei valori di Stato prima della guerra. I tipi attuali.	Pag. 206
2. Le diversità di valori correnti »	211
3. I valori garantiti dallo Stato »	216
4. Valori semi-pubblici. Le cartelle fondiari . »	219
5. I prestiti di enti locali »	222
6. Le obbligazioni private »	227
7. I valori italiani a reddito fisso durante l'inflazione »	231

F) *I valori a frutto variabile.*

1. Le inveterate diffidenze verso i valori azionari	Pag. 240
2. Cautele e norme generali di impiego »	242
3. Il calcolo del frutto e del valore del titolo. Il problema delle riserve e gli azionisti »	247
4. Lo studio analitico del valore intrinseco. Resconti. Bilanci. Elementi direttivi. Necessità di consulenza tecnica »	251
5. La educazione dell'azionista e le variazioni del mercato »	262
6. La scelta dell'industria »	269
7. Le azioni bancarie »	271
8. Le imprese di assicurazione »	279
9. I trasporti terrestri »	284
10. Le industrie marittime »	290
11. Acque, canali, imprese idro-elettriche. I pericoli dello Stato azionista »	293
12. Industrie minerarie »	301
13. Azioni immobiliari »	305
14. Altri gruppi. Prospettive presenti »	308
15. Gli intermediari dell'impiego azionario. Le società di investimento »	314

INDICE

16. I titoli azionari durante l'inflazione. La causa delle perdite	Pag.	318
17. La restaurazione monetaria e la rivalutazione delle attività. Il termine di paragone dell'avvenire delle imprese		328
18. Le eventualità di inflazioni future	»	329
G) <i>Sorveglianza e gestione del portafoglio mobiliare.</i>		
1. Il dovere della vigilanza e l'elasticità dei mutamenti	Pag.	331
2. Criteri di tempestività e di misura	»	333
3. Assistere alle assemblee, ma non bazzicare in borsa	»	336
4. I depositi e mutui presso le banche	»	337
H) <i>Nozioni tecniche sul mercato dei titoli.</i>		
1-2. Le principali operazioni di borsa	Pag.	339
3. Le liquidazioni	»	349
4. Gli ordini di borsa	»	350
5. Convenienza delle varie operazioni per le diverse categorie di capitalisti e risparmiatori	»	353
6. La borsa come indice della convenienza di agire	»	359
7. Qualche uniformità nella vicenda delle borse	»	363
I) <i>Le Assicurazioni sulla vita.</i>		
1. I tipi e gli scopi	Pag.	366
2. Gli effetti dell'inflazione	»	368
CONCLUSIONE	Pag.	370









Nette L. 20.